证券研究报告—深度报告

传媒

平面媒体

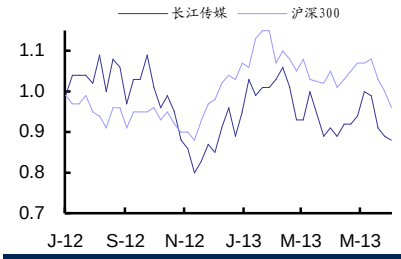
长江传媒 (600757)

推荐

合理估值: 10 元 昨收盘: 7.14 元 （调高评级）

2013年07月15日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,040/350
总市值/流通(百万元)	5,781/1,947
上证综指/深圳成指	1,950/7,544
12个月最高/最低(元)	7.85/5.04

相关研究报告:

《长江传媒-600757-定向增发交流会点评: 新旧结合，有惊有喜》 ——2012-07-04

《长江传媒-600757-定向增发快评: 紧扣文化地产和数字出版的脉搏》 ——2012-06-04

《长江传媒-600757-2012年一季报点评: 业绩大幅增长，不改全年预期》 ——2012-04-23

证券分析师: 陈财茂

电话: 010-88005322

E-MAIL: chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120040

联系人: 刘明

电话: 010-88005319

E-MAIL: liuming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

公司分析

依托优质内容，展望更广空间

- **从《小时代》成功看内容价值多元化**

同名小说改编的电影《小时代》上映以来获得巨大成功，7天票房达3.44亿元，可以看出优质内容往往具备多元化价值的潜力。

内容价值的多元提升可以分成三阶段:（1）首先内容会在图书出版创造价值，这个阶段风险较低（可以逐步加印分摊风险）;（2）如果成为优质的畅销书，进入第二阶段，投拍成影视剧，价值和影响面的进一步扩大，反过来也推动图书销量增长;（3）最后诸多的DVD、影视城和游戏等衍生业务也推出，价值进一步升华，从而推动内容产业规模螺旋上升。

- **更广的视野: 内容价值放大数十倍**

最成功的案例之一无疑是《哈利·波特》，以其小说的闻名，带动了一系列相关文化内容的开发，包括电影、游戏、玩具、主题公园等。

充分挖掘《哈利·波特》的价值后，产值高达230亿美元，而图书销售仅占5%，放大系数为20倍。

- **长江传媒: 依托优质内容，展望更广空间**

在开卷研究2012年虚构类畅销书排行上，长江传媒上榜种类最多，多达11种。成功策划像《狼图腾》、《小时代》、《蜗居》《二月河文集》等优秀畅销小说，其中《狼图腾》被翻译成36种语言，在世界各地流行，总销量超过300万册。基于优质畅销图书，可以分两种方式开发后续价值:（1）有影视版权的图书，可以获得版权收益，看好的内容可以投资影视剧，获得分成;（2）无影视版权的图书，可以选择性投资，毕竟畅销书读者基础好，成功可能性大。

- **风险提示**

新媒体冲击，图书业务大幅下滑；内容的多元投资失败。

- **富有综合性媒体集团的潜力，调高评级至“推荐”**

预计公司2013年上半年净利润2.1亿元，同比增长16.7%，EPS为0.20元;维持2013-15年盈利预测，EPS分别为0.40/0.48/0.56元，对应PE为18/15/13倍。我们认为，基于优质内容资源，公司有望不断提升内容价值，多业务渗透，成长为综合性媒体集团，短期看，6.39元增发价的安全垫较高，因此调高评级至“推荐”，按25倍PE估计，目标价10元。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,611	3,486	4,357	5,229	6,013
(+/-%)	*314.2%*	*33.5%*	*25.0%*	*20.0%*	*15.0%*
净利润(百万元)	280	327	418	502	584
(+/-%)	*-67.1%*	*16.6%*	*28.1%*	*19.9%*	*16.3%*
摊薄每股收益(元)	0.27	0.31	0.40	0.48	0.56
EBIT Margin	11.1%	9.3%	8.9%	9.0%	9.0%
净资产收益率(ROE)	10.7%	11.1%	12.4%	13.0%	13.1%
市盈率(PE)	20.6	17.7	17.7	14.8	12.7
EV/EBITDA	18.9	22.4	20.7	18.2	16.5
市净率(PB)	2.2	2.0	2.2	1.9	1.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容产业的新生机

内容价值多元化：从《小时代》成功谈起

《小时代》6 月 27 日上映，当天便收获 7300 万元票房，3 天票房过 2 亿元，更创造了 50%排片份额的历史记录，截止 7 月 3 日，累计票房达 3.44 亿元，预计总的票房收入有望追上《致我们终将逝去的青春》，成为又一部成功的畅销小说改编电影。

表 1：小时代上映以来市场表现

日期	票房	市场占有率	排片份额	上座率	市场容量
2013/6/27	7700	81.05%	46.40%	46%	9500
2013/6/28	6200	68.13%	49.94%	37%	9100
2013/6/29	7300	64.04%	50.20%	38%	11400
2013/6/30	5500	52.38%	49.12%	32%	10500
2013/7/1	2800	54.90%	46.90%	18%	5100
2013/7/2	2750	51.89%	44.93%	21%	5300
2013/7/3	2200	44.90%	43.48%	17%	4900

资料来源：网票统计，国信证券经济研究所整理

图 1：较专业的豆瓣网上，小时代评价中等



资料来源：豆瓣网，国信证券经济研究所整理

图 2：格瓦拉以购票用户为主，小时代评价较高



资料来源：格瓦拉电影，国信证券经济研究所整理

多重优势驱动影片成功。可以归纳为三点：（1）**良好的粉丝基础，**原著《小时代》上映前已是非常成功的畅销书，2008-12 年一直占据开卷图书排行榜（虚构类）前 30 名，三部小说累计销售量达到 600 万册；（2）**定位精准**，目标人群锁定 90 后，这与原著的主要影响人群有关，是属于他们的商业电影，如同《致青春》迎合了 70、80 后的回忆心理一样，《小时代》迎后了 90 后对新生代明星、浮华生活的追求；（3）**独特的类型优势**，海外有《暮光之城》、《歌舞青春》等成功的青春类型片，而《小时代》则填补了国内青春片的空白，有资源稀缺性优势，对观众有耳目一新的吸引力。

图书到影视：价值的升华。在拍成电影之前，《小时代》系列图书总码洋约 1.8 亿元。此次《小时代 1》拍成电影，预计总票房至少 5 亿元，加上后续两部电影的话，三部电影将产生 15 亿元总票房。可以说，小说从图书到电影，内容价值得到质的飞跃。

表 2:《小时代》系列一直占据开卷图书排行榜（虚构类）前 30

书名	定价	2008	2009	2010	2011	2012
小时代 1.0 折纸时代	29.8	1	3	13	25	19
小时代 2.0 虚铜时代	26.8			1	14	21
小时代 3.0 刺金时代	32.8				7	1

资料来源：开卷研究，国信证券经济研究所整理

优秀小说改编的电影成功率高

近年来，许多畅销小说被改编成电影，都取得了不错的票房成绩，投资回报率较高的还有《致我们终将逝去的青春》、《失恋 33 天》、《唐山大地震》等，从图书到影视后，内容的价值均实现大幅度提升。

表 3: 大量优秀小说改编电影取得成功（单位：万元）

电影信息			图书信息			
电影名称	上映日期	票房	小说	作者	出版社	出版时间
小时代	2013/6/27	31800	小时代	郭敬明	长江文艺出版社	2008/10/1
致我们终将逝去的青春	2013/4/26	70,860	致我们终将逝去的青春	辛夷坞	江苏文艺出版社	2007/5/1
金陵十三钗	2011/12/15	59,230	金陵十三钗	严歌苓	陕西师范大学出版社	2007/7/1
失恋 33 天	2011/11/8	35,165	失恋 33 天	鲍鲸鲸	中信出版社	2010/1/1
山楂树之恋	2010/9/15	14,413	山楂树之恋	艾米	江苏人民出版社	2009/12/1
风声	2009/9/29	21,630	风声	麦家	南海出版社	2007/10/1
唐山大地震	2010/7/22	64,775	余震	张翎	北京十月文艺出版社	2010/7/1
杜拉拉升职记	2010/4/15	12,453	杜拉拉升职记	李可	陕西师范大学出版社	2007/9/1

资料来源：网票统计，百度百科，国信证券经济研究所整理

致青春：档期、观众和渠道的完美结合。优秀的小说改编成电影，首先具备了内容优势，发行方可以根据受众方的特点，制定对应的宣传方案，最大化档期和渠道价值，最大化产出票房。我们认为《致我们终将逝去的青春》满足了这些特征：（1）**档期安排精准，**利用了《疯狂原始人》和《钢铁侠 3》二者上映的时间间隔，热映期于五一长假，很好把握了受众空闲时间。（2）**目标群体定位准确**，由同名小说改编，具有良好的群众基础，内容正好反映了 70、80 后的生活，正好辐射了具有购买力的 20~35 岁人群（3）**内容极具吸引力**，打青春、怀旧牌，央视的新闻称该片为“十年来内地最好的青春片”，用青春回忆成功吸引观众。（4）**高效营销渠道**，采用话题营销，微博、微信等病毒式营销方式，扩大影片的影响力。（5）**赵薇的个人影响力**。

表 4:《致青春》成功原因分析

主要原因		具体阐述
档期安排	●	前有《特种部队 2》、《疯狂原始人》，后有《钢铁侠 3》围堵，《疯狂原始人》与《钢铁侠 3》上映相隔 10 天，《致青春》选择二者的中间时段上映（4 月 26 日）。
	●	选择临近五一长假上映，较好的把握受众空闲时间。
受众定位	●	《致青春》由网络畅销的同名小说改编，为电影奠定了一定群众基础。
	●	根据调查结果显示，电影受众在年龄的分布上，以 18—30 岁的人为主，占 63.5%以上。
	●	该影片中的人物生活在上个世纪 90 年代，对应的就是如今的 70 后、80 后，他们的人生阅历恰好覆盖了影片所有段落，包括校园中青涩的初恋，热血的生活，以及毕业后面对现实的无奈。即电影受众定位为这些具有购买力的 20~35 岁人群，定位精准且具有广泛性。
内容特色	●	大卖“青春”。央视的新闻称这是“十年来内地最好的青春片”，称该片用青春回忆成功吸引观众。
	●	打“怀旧牌”。此类的爱情电影，故事性和时代性特点，利用“怀旧”情节并能唤起观众共鸣，引发影迷的追捧。（如老男孩）
	●	故事性题材：该片是由热门同名小说改编，内容上提前受到读者肯定。其次，据调查统计，偏好故事性题材的电影观众占 76.1%。
	●	豆瓣影评：（苏乞）赵薇「致青春」悲喜只因真实，完整，更难得摒弃赘笔；（Dare）那些青春，那个我最爱的赵薇。那样的歌曲，我最爱的王菲；（Titans）一般的青春爱情片讲的是年轻之美，这片子讲的是年轻之痛，很对我胃口；（这么远那么近）看完这部电影我在想，自己是怎么一步步走到了今天呢？电影中有许多让我回忆，让我有共鸣的桥段。
	●	话题营销。（1）在影片还未大肆宣传时，网上都在疯转着“有一种感情叫赵薇黄晓明”，有关赵薇、黄晓明的话题引起热议，扩大观众对赵薇的关注，进而提高《致青春》的关注度。（2）争议往往是为某一件事情增加关注度的好办法。通过影片与原著小说的差异而引发热议，也可产生话题营销的效果。
渠道、营销	●	微博的病毒式营销。上映前后，在微博和网络上营造起“怀旧”与“青春”的热度，上映前片方公布王菲献唱的主题曲《致青春》等。
	●	明星营销。利用影片主创人员号召力引起广泛关注，韩庚、赵又廷等男星的“帅哥效应”，赵薇、王菲、那英、姚晨、文章等具有强大影响力的明星在微博上为影片做宣传。

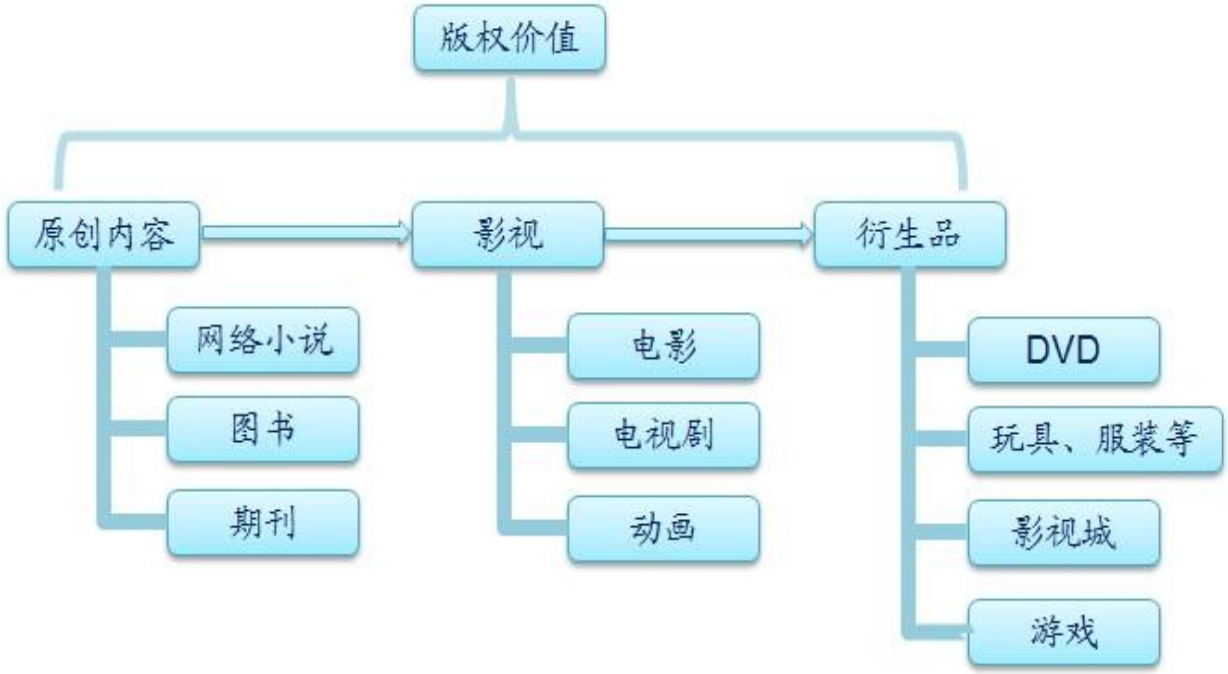
赵薇个人影响力	● 拥有很高的知名度及大量忠实粉丝。 ● 大众对其能力的好奇态度； ● 圈内极具名气的好友力挺，大力宣传造势。

资料来源：豆瓣网、艺恩咨询，国信证券经济研究所整理

内容价值多元化，扩大产业规模

首先内容会在图书出版创造价值，这个阶段风险较低（可以逐步加印分摊风险），如果成为优质的畅销书，进入第二阶段，投拍成影视剧，价值和影响面的进一步扩大，反过来也推动图书销量增长，最后诸多的 DVD、影视城和游戏等衍生业务也推出，价值进一步升华，从而推动内容产业规模螺旋上升。

图 3：内容价值多元实现方式



资料来源：国信证券经济研究所绘制

更广的视野：内容价值放大数十倍

内容价值开发最成功的案例之一无疑是《哈利·波特》，以其小说的闻名，带动了一系列相关文化内容的开发，包括电影、游戏、玩具、主题公园等。

最成功的魔幻小说

《哈利·波特》是世界上最畅销的系列小说，被翻译成七十四种语言，在全球 200 多个发行销售，累计销量超过 5 亿册。2000 年 9 月，《哈利·波特》被引进中国，每部销量均超过 300 万册，预计总码洋超 10 亿元，作者罗琳 2000-10 年间在中国赚的版税收入更是达 9550 万元，成为中国最赚钱的外国作家。

表 5：中文版《哈利·波特》介绍

书名	日期	出版社	地区	译者	定价
哈利·波特与魔法石	2000/09	人民文学出版社	中国	苏农、曹苏玲、马爱农译	19.5
哈利·波特与密室	2000/09	人民文学出版社	中国	马爱新译	22.0
哈利·波特与阿兹卡班	2000/09	人民文学出版社	中国	郑须弥译	27.0

的囚徒					
哈利·波特与火焰杯	2001/05	人民文学出版社	中国	马爱新译	39.8
哈利·波特与凤凰社	2003/09	人民文学出版社	中国	马爱农、马爱新、蔡文译	58.0
哈利·波特与混血王子	2005/10	人民文学出版社	中国	马爱农、马爱新译	58.0
哈利·波特与死亡圣器	2007/10	人民文学出版社	中国	马爱农、马爱新译	66.0

资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

表 6：在中国最赚钱的外国作家富豪榜（2010 年）

排名	作者	国籍	版税（万元）	代表作
1	J.K.罗琳	英国	9550	哈利·波特
2	托马斯·布热齐纳	奥地利	3000	冒险小虎队
3	丹·布朗	美国	1800	达·芬奇密码
4	村上春树	日本	1250	1Q84
5	斯蒂芬妮·梅尔	美国	1200	暮光之城
6	R.L.斯坦	美国	700	鸡皮疙瘩
7	霍金	英国	660	时间简史
8	斯宾塞·约翰逊	美国	630	谁动了我的奶酪
9	米兰·昆德拉	捷克	600	不能承受的生命之轻
10	东野圭吾	日本	530	嫌疑人 X 的献身
11	黑柳彻子	日本	500	窗边的小豆豆
12	柯尔	美国	480	神奇校车
13	罗伯特·T·清崎	美国	450	富爸爸，穷爸爸
14	渡边淳一	日本	420	失乐园
15	卡勒德·胡赛尼	美国	400	追风筝的人
16	威尔·鲍温	美国	290	不抱怨的世界
17	约里波瓦	法国	280	不一样的卡梅拉
18	理查德·A·纳克	美国	220	魔兽·上古之战三部曲
19	玛丽·阿丽娜·巴文	法国	200	小兔汤姆系列
20	帕慕克	土耳其	185	我的名字叫红
21	乔斯坦·贾德	挪威	180	苏菲的世界
22	赫塔·米勒	德国	150	呼吸秋千
23	卡罗琳·帕科丝特	美国	120	巴别塔之犬
24	马克斯·苏萨克	澳大利亚	110	偷书贼
25	莎拉·格鲁恩	美国	100	大象的眼泪

资料来源：华西都市报，国信证券经济研究所整理

系列电影大获成功

自 2001 年第一部《哈利·波特》电影开始，华纳兄弟每部均赚的盆满钵满，八部电影积累全球票房达到 78 亿元，成为最卖座的系列电影。

表 7：《哈利·波特》系列电影均大获成功

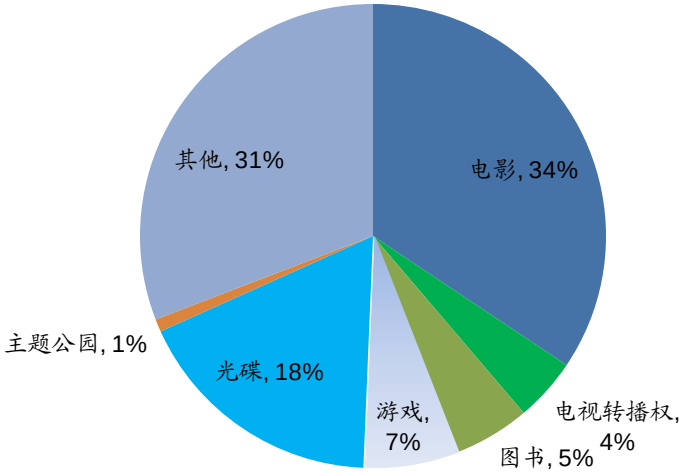
电影	北美票房（亿美元）	全球票房（亿美元）	上映时间	中国票房（万元）	中国上映时间
哈利波特与魔法石	3.18	9.75	2001/11/15	5,600	2002/1/31
哈利波特与密室	2.62	8.79	2002/11/16	5,222	2003/1/24
哈利波特与阿兹卡班的囚徒	2.50	7.97	2004/6/4	3,870	2004/9/10
哈利波特与火焰杯	2.90	8.97	2005/11/18	9,400	2005/11/18
哈利波特与凤凰社	2.92	9.40	2007/7/11	13,789	2007/8/11
哈利波特与混血王子	3.02	9.34	2009/7/15	15,635	2009/7/15
哈利波特与死亡圣器 1	2.96	9.56	2010/11/19	22,110	2010/11/19
哈利波特与死亡圣器 2	3.81	14.28	2011/7/15	41,305	2011/8/4

资料来源：MPAA，艺恩咨询，国信证券经济研究所整理

更广的视野：内容价值放大 20 倍

站在更广的视野看内容价值，图书仅是极少的一部分，优质的内容可以将价值放大数十倍、甚至百倍。以《哈利·波特》为例，充分挖掘内容价值后，产值高达 230 亿美元，而图书销售仅占 5%，放大系数为 20 倍。

图 4：充分价值发掘，《哈利·波特》产值达 230 亿元



资料来源：华纳兄弟影业，国信证券经济研究所整理

长江传媒：依托优质内容，展望更广空间

富产畅销书的出版集团

虚构类畅销书种类最多。在开卷研究 2012 年虚构类畅销书排行上，长江传媒上榜种类最多，多达 11 种，其中《小时代 3.0 刺金时代》位列榜首，在 A 股上市公司中，成绩最优秀。

表 8：长江传媒虚构类畅销书种类最多

排名	书名	出版社	作者	定价
1	小时代 3.0 刺金时代	长江文艺出版社有限公司	郭敬明	32.8
2	百年孤独	南海出版公司	加西亚·马尔克斯	39.5
3	那些年,我们一起追的女孩	现代出版社	九把刀	28
4	狼图腾	长江文艺出版社有限公司	姜戎	32
5	光明与磊落	湖南文艺出版社	韩寒	10
6	阳谋高手	光明日报出版社	黄晓阳	38
7	盗墓笔记(8)(下)	上海文化出版社	南派三叔	32.8
8	南音(上)	长江文艺出版社有限公司	笛安	24.8
9	蛙	上海文艺出版社	莫言	35
10	遇见未知的自己:都市身心灵修行课	华夏出版社	张德芬	29
11	盗墓笔记(8)(上)	上海文化出版社	南派三叔	32.8
12	南音(下)	长江文艺出版社有限公司	笛安	24.8
13	围城	人民文学出版社	钱钟书	19
14	丰乳肥臀	上海文艺出版社	莫言	48
15	藏海花	北京联合出版有限公司	南派三叔	32.8
16	莫言文集-蛙	作家出版社	莫言	32
17	夏至未至(2010 修订版)	长江文艺出版社有限公司	郭敬明	26.8
18	幻城	长江文艺出版社有限公司	郭敬明	23

19	小时代 1.0 折纸时代	长江文艺出版社有限公司	郭敬明	29.8
20	这些都是你给我的爱 2:云治	长江文艺出版社有限公司	安东尼	32.8
21	小时代 2.0 虚铜时代	长江文艺出版社有限公司	郭敬明	26.8
22	别相信任何人	中信出版股份有限公司	S.J.沃森	29
23	临界.爵迹(Ⅱ)	长江文艺出版社有限公司	郭敬明	22.8
24	追风筝的人	上海人民出版社	卡勒德·胡赛尼	25
25	临界.爵迹(I)	长江文艺出版社有限公司	郭敬明	19.8
26	活着	作家出版社	余华	15
27	如丧:我们终于老得可以谈谈未来	武汉出版社	高晓松	32
28	莫言文集-丰乳肥臀	作家出版社	莫言	46
29	生死疲劳	作家出版社	莫言	39
30	老舍集-骆驼祥子	南海出版公司	老舍	25

资料来源：开卷研究，国信证券经济研究所整理

图书策划实力行业领先。成功策划像《狼图腾》、《小时代》、《蜗居》《二月河文集》等优秀畅销小说，其中《狼图腾》被翻译成 36 种语言，在世界各地流行，总销量超过 300 万册，《蜗居》被拍成电视剧，创下当年收视率奇迹。

表 9：长江传媒成功策划多种畅销图书，实力业内领先

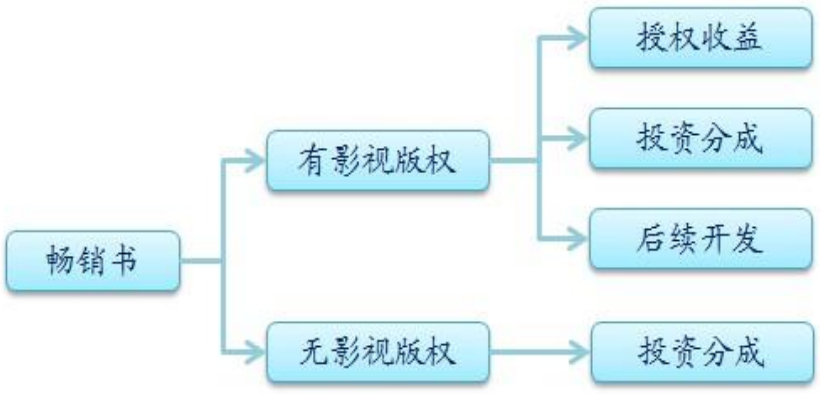
书名	作者	备注	书名	作者	备注
狼图腾	姜戎	过 300 万册	西决	笛安	
小时代 2.0 虚铜时代	郭敬明		这些都是你给我的爱	安东尼	
小时代 1.0 折纸时代	郭敬明	达 670 万册	爵迹·燃魂书	郭敬明	
小时代 3.0 刺金时代	郭敬明		东霓	笛安	
临界·爵迹 I	郭敬明	过 100 万册	墨迹	曾子墨	
幻城	郭敬明	过 100 万册	蜗居	六六	过 50 万册
幸福了吗？	白岩松		潜伏在办公室	陆琪	
临界·爵迹Ⅱ	郭敬明	过 100 万册	檀香刑	莫言	
悲伤逆流成河（新版）	郭敬明		莫言作品精选	莫言	
从头到脚说健康	曲黎敏		二月河文集·雍正皇帝（新版）	二月河	
告诉孩子，你真棒！	卢勤		二月河文集·康熙大帝（新版）	二月河	
夏至未至	郭敬明		你在为谁读书（第二季）：成就最好的自己	二月河	

资料来源：京东网、当当网、百度百科，国信证券经济研究所整理

内容价值有望二次飞跃

基于优质畅销图书，公司可以分两种方式开发后续价值：（1）有影视版权的图书，可以获得版权收益，看好的内容可以投资影视剧，获得分成；（2）无影视版权的图书，可以选择性投资，毕竟畅销书读者基础好，成功可能性大。

图 5：内容价值二次飞跃模式



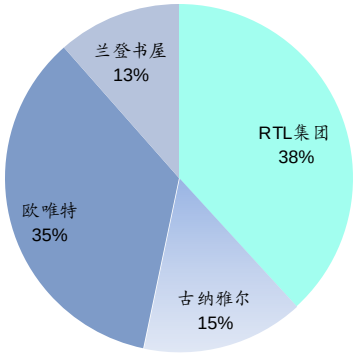
资料来源：国信证券经济研究所绘制

富有综合性媒体集团的潜力，调高评级至“推荐”

具备成长为综合性媒体集团的潜力

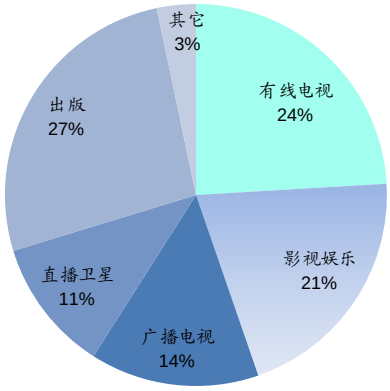
从海外传媒集团业务构成看，内容是全方向发展的，也兼有下游渠道，这种全产业链模式有利有充分发掘内容价值，企业的抗风险能力也强。长江传媒在图书领域有丰富的版权，特别是优质图书策划能力突出，未来可以依托这些优质内容，横向和纵向扩张，沿着内容升值路径发展，成长为综合性媒体集团。

图 6：贝塔斯曼：电视、出版和通信等多行业



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：新闻集团：出版、电视和影视等多种媒体



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

调高评级至“推荐”

预计公司 2013 年上半年净利润 2.1 亿元，同比增长 16.7%，EPS 为 0.20 元；维持 2013-15 年盈利预测，EPS 分别为 0.40/0.48/0.56 元，对应 PE 为 18/15/13 倍。我们认为，基于优质内容资源，公司有望不断提升内容价值，多业务渗透，成长为综合性媒体集团，短期看，6.39 元增发价的安全垫较高，因此调高评级至“推荐”，按 25 倍 PE 估计，目标价 10 元。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1077	1365	1733	2199
应收款项	497	1194	1432	1647
存货净额	908	1456	1774	2071
其他流动资产	123	109	131	150
流动资产合计	**2606**	**4123**	**5070**	**6067**
固定资产	950	1082	1153	1215
无形资产及其他	391	380	369	358
投资性房地产	514	514	514	514
长期股权投资	57	57	57	57
资产总计	**4517**	**6156**	**7163**	**8210**
短期借款及交易性金融负债	45	300	300	300
应付款项	915	1496	1824	2128
其他流动负债	505	889	1068	1228
流动负债合计	**1465**	**2686**	**3192**	**3657**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
长期负债合计	**17**	**17**	**17**	**17**
负债合计	**1482**	**2703**	**3209**	**3674**
少数股东权益	87	87	86	85
股东权益	2948	3366	3868	4451
负债和股东权益总计	**4517**	**6156**	**7163**	**8210**

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.31	0.40	0.48	0.56
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.84	3.24	3.72	4.28
ROIC	10%	14%	17%	19%
ROE	11%	12%	13%	13%
毛利率	32%	31%	30%	29%
EBIT Margin	8%	9%	9%	9%
EBITDA Margin	11%	11%	11%	11%
收入增长	33%	25%	20%	15%
净利润增长率	17%	28%	20%	16%
资产负债率	35%	45%	46%	46%
息率	0%	0%	0%	0%
P/E	22.7	17.7	14.8	12.7
P/B	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	24.0	20.7	18.2	16.5

利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**3486**	**4357**	**5229**	**6013**
营业成本	2357	3006	3660	4269
营业税金及附加	25	35	42	48
销售费用	310	349	418	481
管理费用	509	578	639	673
财务费用	(11)	(11)	(11)	(17)
投资收益	10	10	10	10
资产减值及公允价值变动	(46)	(25)	(25)	(20)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	261	386	466	549
营业外净收支	74	40	45	45
利润总额	**335**	**426**	**511**	**594**
所得税费用	9	9	10	12
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	**327**	**418**	**502**	**584**

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	**327**	**418**	**502**	**584**
资产减值准备	12	(46)	0	0
折旧摊销	85	100	115	130
公允价值变动损失	46	25	25	20
财务费用	(11)	(11)	(11)	(17)
营运资本变动	(189)	(311)	(73)	(66)
其它	(12)	45	(1)	(1)
经营活动现金流	**269**	**232**	**568**	**666**
资本开支	(65)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	1	0	0
投资活动现金流	**(107)**	**(199)**	**(200)**	**(200)**
权益性融资	7	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(125)	255	0	0
融资活动现金流	**(119)**	**255**	**0**	**0**
现金净变动	**43**	**288**	**368**	**466**
货币资金的期初余额	1033	1077	1365	1733
货币资金的期末余额	1077	1365	1733	2199
企业自由现金流	110	(28)	302	395
权益自由现金流	(15)	238	313	412

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	闫　莉	010-88005316
崔　嵘	021-60933159	林丽梅	021-60933157		
固定收益		**交通运输**		**机械**	
赵　婧	021-60875174	郑　武	0755-82130422	郑　武	0755-82130422
		岳　鑫	0755-82130432	陈　玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨　森	0755-82133343
商业贸易		**钢铁及新材料**		**房地产**	
孙菲菲	0755-82130722	郑　东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘　宏	0755-22940109
基础化工及石化		**医药**		**电子**	
吴琳琳	0755-82130833-1867	贺平鸽	0755-82133396	刘　翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	丁　丹	0755-82139908	陈　平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘　勋	0755-82133400		
计算机		**传媒**		**纺织服装及日化**	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱　元	021-60933162
		刘　明	010-88005319		
轻工		**建筑工程及建材**		**家电**	
李世新	0755-82130565	邱　波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
邵　达	0755-82130706	刘　萍	0755-82130678		
通信		**电力设备**		**新能源**	
程　成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张　弢	010-88005311
食品饮料		**旅游**		**农业**	
黄　茂	0755-82138922	曾　光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
龙　飞	0755-82133920	钟　潇	0755-82132098	赵　钦	021-60933163
金融工程		**基金评价与研究**			
戴　军	0755-82133129	李　腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
秦国文	0755-82133528	钱　晶	021-60875163		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
郑亚斌	021-60933150				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352	盛建平	021-60875169	魏　宁	0755-82133492
	13910524551		15821778133		13823515980
	wanglf@guosen.com.cn		shengjp@guosen.com.cn		weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342	黄胜蓝	021-60875166	邵燕芳	0755-82133148
	13701099132		13761873797		13480668226
	wangxj@guosen.com.cn		huangsl@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334	郑　毅	021-60875171	段莉娟	0755-82130509
	13910793700		13795229060		18675575010
	liwying@guosen.com.cn		zhengyi@guosen.com.cn		duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249	叶琳菲	021-60875178	郑　灿	0755-82133043
	13810917275		13817758288		13421837630
	zhaohy@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn
原　祎	010-88005332	孔华强	021-60875170	甘　霪	0755-82133456
	15910551936		13681669123		15013851021
	yuanyi@guosen.com.cn		konghq@guosen.com.cn		ganmo@guosen.com
甄　艺	010-66020272	刘　塑	021-60875177	徐　冉	0755-82130655
	18611847166		13817906789		13923458266
			liusu@guosen.com.cn		xuran1@guosen.com.cn
杨　柳		崔鸿杰	021-60933166	颜小燕	0755-82133147
	18601241651		13817738250		13590436977
	yangliu@guosen.com.cn		cuihj@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn
王耀宇		李　佩	021-60875173	赵晓曦	0755-82134356
	18601123617		13651693363		15999667170
			lipei@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜謨		汤静文	021-60875164	梁　丹	
	18901140709		13636399097		15107552991
			tangjingwen@guosen.com.cn		
		梁轶聪	021-60873149		
			18601679992		
			liangyc@guosen.com.cn		