

2014年1月9日

汇中股份 (300371.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

国内超声测流计量仪表技术引领者

■公司是国内智能计量仪器仪表行业龙头企业。公司主营产品为超声热量表、超声水表、超声流量计等三大类产品。公司生产了国内第一台户用超声热量表，打破了市场长期被国外产品垄断格局，已成为目前国内率先实现热量计量领域从热源到管网，从楼栋到户用，从管理到收费全系列产品及网络技术全覆盖的研发生产制造商之一，也是国内最早研制超声水表的企业之一。超声热量表业务在营业收入中占比67%，是公司主要的业绩来源。

■政策驱动智能计量表市场发展潜力巨大。超声热量表具有计量精度高、稳定性好、耐久性强、不易堵塞等优势。预计到2015年我国热量表年销售量接近1350万只，市场规模将达到59亿元。超声热量表以其计量精度高、使用寿命长、产品稳定可靠等特点成为了热量表市场的主导产品。在大口径工业水表市场上，未来超声水表增长主要来源于对传统机械式水表的替代和新增需求持续增加。“一户一表”政策阶梯水价加快实施，小口径户用智能水表需求市场未来2年内快速增长。从旧表更换和新表安装两方面估算，小口径水表的年需求总量4,550万只，以智能水表15%渗透率计算，小口径智能水表年需求量约680万只。

■募投项目缓解现有产能发展瓶颈，提升未来业绩成长性。此次发行募集资金主要投向“超声热量表产业化生产基地建设项目”和“大口径超声水表产业化项目”。项目达产后，公司将新增户用超声热量表50万台/年、楼栋超声热量表3万台/年和大口径超声水表1.8万台/年的产能，每年新增销售收入3.28亿元，新增净利润6,809万元；进一步发挥公司在技术和成本方面的领先优势，增强公司各项业务未来的保持快速增长。

■建议询价区间39.0元-46.0元。我们预计公司2013年-2015年实现归属母公司净利润为60.2百万元、74.7百万元、92.0百万元，同比增长21.0%、24.0%、23.1%，未来三年净利润复合增长率为22.7%。按照发行600万股新增股本计算，对应的EPS为1.25元、1.56元、1.92元。可比公司对应2013年的动态市盈率平均为33倍。考虑到公司在超声测流技术领域实力雄厚，超声智能表代表了未来智能计量发展趋势，有望取得较快增长。我们认为给予公司2013年32倍-36倍较为合理，对应的合理估值区间为40.00元-45.00元，建议询价区间为39.0元-46.0元。

■风险提示。房地产市场调控对热量表行业影响的风险；市场竞争加剧导致公司热量表收入增长放缓的风险；智能表行业政策变化的风险

询价区间：39.0—46.0元
定价区间：40.0—45.0元

发行数据

总股本(万股)	4,200
发行数量(万股)	1,400
网下发行(万股)	840
网上发行(万股)	560
保荐机构	
发行日期	2014/1/15
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

张力新	49.77%
王永存	14.93%
北京信捷和盛企业咨询有限 责任公司	4.76%
苏志强	4.61%
董建国	3.39%
刘健胤	3.25%
张继川	3.12%
许文芝	3.05%
刘春华	2.99%
李志忠	2.92%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

王书伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

张仲杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1450511020002
zhangzj@essence.com.cn
021-68767839

相关报告

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	135.2	142.6	179.4	230.5	288.2
净利润	46.2	49.8	60.2	74.7	92.0
每股收益(元)	0.96	1.04	1.25	1.56	1.92
每股净资产(元)	3.03	4.21	5.64	11.05	12.97

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	59.0%	61.7%	58.6%	57.6%	57.4%
净利润率	34.2%	34.9%	33.6%	32.4%	31.9%
净资产收益率	36.4%	28.1%	25.4%	14.1%	14.8%
ROIC	73.8%	35.4%	39.1%	32.5%	26.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

正文目录

1. 智能计量仪器仪表行业龙头企业	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 公司股权结构	4
2. 政策驱动智能计量表市场发展潜力巨大	4
2.1. 供热计量改革驱动智能热量表市场快速增长	4
2.2. 阶梯水价政策加快户用智能水表市场需求爆发	5
2.3. 流量计应用领域不断加快拓展	6
3. 行业竞争格局，公司竞争优势明显	6
3.1. 行业竞争格局：行业集中度低，公司处于前列	6
3.2. 公司竞争优势明显	7
4. 募投项目：缓解现有产能发展瓶颈，提升未来业绩成长性	7
5. 盈利预测及估值	8
6. 风险提示	9

图目录

图 1: 公司主营业务构成情况	3
图 2: 2012 年公司营业收入增长 5.4%	3
图 3: 2012 年公司净利润增长 7.6%	3
图 4: 公司股权结构及持股比例	4
图 5: 2010 年我国热量表销售量达到 330 万只	5
图 6: 2006 年-2010 年热量表销售规模达到 15.2 亿元	5

表格目录

表 1: 公司主要产品系列及应用领域	3
表 2: 与机械式表相比，超声热量表具有明显优势	4
表 3: 募集资金主要投向项目	8
表 4: 募投项目达产后新增业绩贡献	8
表 5: 可比公司估值水平	8

1. 智能计量仪器仪表行业龙头企业

1.1. 公司概况

公司主营业务为超声热量表、超声水表、超声流量计等产品的开发、生产和销售，主营产品为超声热量表、超声水表、超声流量计等三大类产品。

2001 年公司生产了国内第一台户用超声热量表，打破了该市场长期被国外产品垄断的格局。通过对热计量技术的不断完善与发展，公司已成为目前国内率先实现热计量领域从热源到管网，从楼栋到户用，从管理到收费全系列产品及网络技术全覆盖的研发生产制造商之一。

公司是国内最早研制超声水表的企业之一，从 2003 年第一台超声水表诞生以来，公司的超声水表产品不断推陈出新，升级换代，推动了城镇供水计量收费从机械水表时代向以超声水表为代表的数字化时代迈进的步伐。

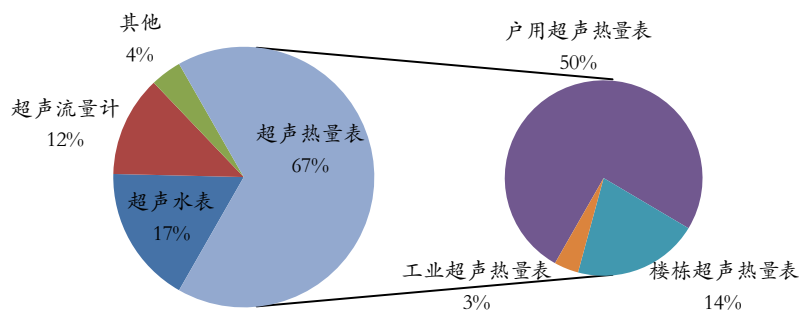
表 1: 公司主要产品系列及应用领域

产品系列	用途	主要应用领域
超声热量表	热计量	户用、楼栋、工业、中央空调系统
超声水表	水计量	供水行业贸易结算
超声流量计	液体流量计量	工业企业的流量计量

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

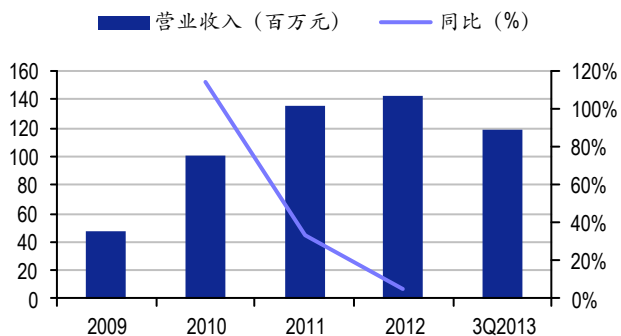
公司主营业务收入主要来自于超声热量表和超声水表，其中绝大部分收入来自于超声热量表。2013 年前三季度，公司的超声热量表收入规模占营业收入的比例达到 67%，其中户用超声热量表占比达到 50%。

图 1: 公司主营业务构成情况



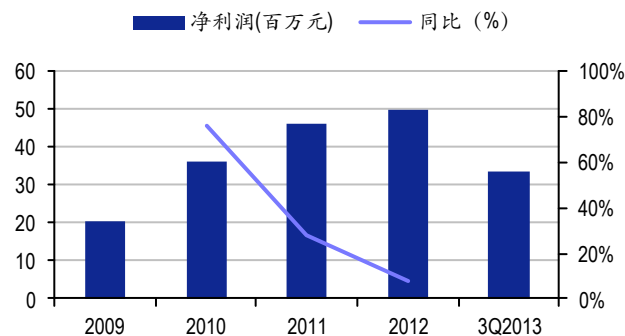
数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 2: 2012 年公司营业收入增长 5.4%



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 3: 2012 年公司净利润增长 7.6%

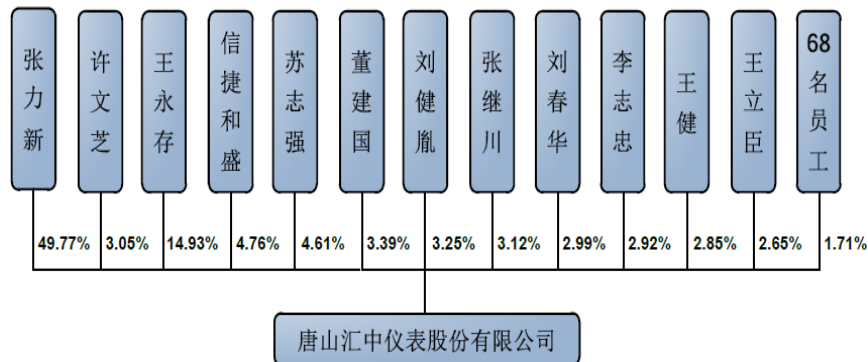


数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

公司的控股股东及实际控制人为张力新先生，持有公司 2,090.3 万股，占发行前公司总股本的 49.77%；张力新先生配偶、一致行动人许文芝女士持有公司 128 万股股份，占发行前公司总股本的 3.05%；二人合计持有公司 2,218.30 万股股份，占发行前公司总股本的 52.82%。目前张力新先生担任公司董事长兼总经理。

图 4：公司股权结构及持股比例



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2. 政策驱动智能计量表市场发展潜力巨大

2.1. 供热计量改革驱动智能热量表市场快速增长

热量表是测量、计算并显示热交换系统（包括集中供热的暖气和冷暖空调）所释放或吸收热量值的仪表，主要由计算器、流量传感器和配对温度传感器三部分组成。在我国，热量表是实施城市供热体制改革，推行按热量计量收费的关键仪表。

2000 年我国首次制定《热量表》标准。我国开始热计量改革以来，热量表市场一直处于开发培育阶段，直到最近两年，市场才高速发展起来，2010 年我国全年估计已安装 330 多万只。我国热量表行业正处于产业周期的成长阶段。

在供热计量改革试点以来，市场上采用较多的是价格较低的机械式热量表。由于采用了运动部件，且结构设计较为复杂，在使用中不可避免的遇到磨损、易堵塞的问题。基于非机械结构的超声热量表成为热量表的发展方向。超声热量表具有计量精度高、稳定性好、耐久性强、不易堵塞等优势。

表 2：与机械式表相比，超声热量表具有明显优势

类别	工作原理	优缺点
机械式热量表	通过测定叶轮的转速来测量载热流体的流量，从而测得热量	优点：技术简单、成本低、价格低 缺点：易堵塞、叶轮易磨损、测量精度低
超声热量表	通过测量超声波在载热流体中传播的速度差测得流量，从而测得热量	优点：不易堵塞、使用寿命长、测量精度高、更适合我国供热水质 缺点：价格较高

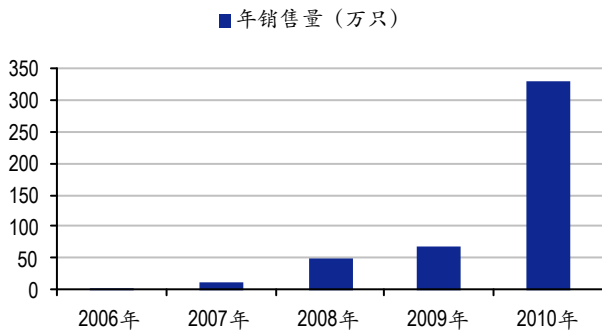
数据来源：安信证券研究中心

住宅建筑实施节能减排，供热计量改革加快推进，2011 年，各部门相继出台多个关于供热计量改革的政策文件。6 月 9 日财政部、住房和城乡建设部联合召开会议明确，“十二五”时期要完成北方既有居住建筑节能改造 4 亿平方米以上，力争到 2020 年基本完成

北方老旧住宅节能改造任务 12 亿立方米。

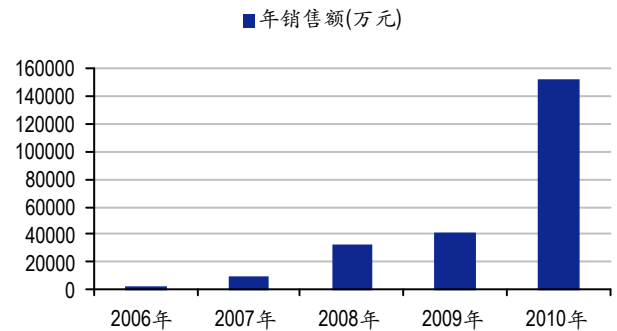
2006 年我国热量表销售量仅为 1.89 万只，销售规模只有 1845 万元，随着前几年市场的培育和发展，我国热量表市场在 2010 年获得了高速增长，全年热量表销量 330 多万只，销售规模也达到 15.2 亿元，销售金额复合增长率达到 200%。

图 5：2010 年我国热量表销售量达到 330 万只



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 6：2006 年-2010 年热量表销售规模达到 15.2 亿元



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

根据国家有关部门的统计，截至 2008 年底，我国北方全部或分具备集中供暖的省、市、自治区集中总面积达 28.6 亿平方米，截至 2009 年底，北方供暖地区安装热计量装置的面积约 4 亿平方米，其中 1.5 亿平方米实现了供热计量收费。初步估计我国北方采暖地区尚有 28 亿平方米的供暖面积尚未改造。

近年来，我国房地产市场保持快速增长态势，2013 年以来我国住宅市场投资及房屋施工、竣工面积的增速有所回落。但“十二五”期间我国建设城镇保障性安居工程 3,600 万套，其中北方 15 省市每年新增城镇住宅面积占全国新增城镇住宅面积约 40%，据此估计仅新建城镇保障性安居工程在将有 1440 万台户用热量表的需求。因此，未来我国住宅市场仍将保持一定的投资增速，为超声热量表提供了广阔的市场空间。

由于国家继续加快推进供热计量改革，到 2020 年我国北方地区集中供暖面积预计将达到 100 亿平方米，加之既有建筑的热计量改造，热量表市场需求潜力非常大。预计到 2015 年我国热量表年销售量接近 1350 万只，市场规模将有望达到 59 亿元。其中，超声热量表以其计量精度高、使用寿命长、产品稳定可靠等特点成为了热量表市场的主导产品。

2.2. 阶梯水价政策加快户用智能水表市场需求爆发

据不完全统计，2007 年我国水表市场产销量约 5,000 万台，其中工业水表产销量约 100 万台，其中，宁波水表股份有限公司约 17 万台；福州真兰水表有限公司约 7 万台；其余厂家均在 5 万台以下。小口径水表约占水表市场总量的 90%。

在大口径工业水表市场上，由于具有计量精度高、始动流量低、压力损失小及电池供电使用寿命长等优点，超声水表能够较好满足供水公司降低产销差率的迫切需求，将成为替代传统工业水表的主要产品。未来超声水表增长主要来源于对传统机械式水表的替代和新增需求持续增加。

根据统计局数据，2011 年我国城市常住家庭 2.3 亿户，基本实现“一户一表”，农村家庭 1.6 亿户，农村自来水普及率 72.1%。据此粗略估计国内常用水表保有量 3.45 亿只，其中大多数为传统机械水表。标称口径 25mm 及以下的水表使用期限一般不超过 6 年，

考虑到很多水表超期服役,按照 10 年更新周期估算,小口径水表每年需更新 3450 万只。增量方面,2012 年我国住宅房地产竣工面积 79,043 万平方米,按照每户平均面积 70 平方米估算共 1129 万套,小口径水表需求量约 1100 万只。因此,从旧表更换和新表安装两方面综合估算,小口径水表的年需求总量为 4550 万只,以智能水表 15%的渗透率计算,小口径智能水表的年需求量约 680 万只。

2012 年我国小口径水表年产量约 6500 万台,智能水表产量仅 800 多万台,占国内水表产量比重不足 15%。与当前国内智能电表 80%以上渗透率、智能气表 50%左右渗透率相比,智能水表的渗透率还很低。

2.3. 流量计应用领域不断加快拓展

目前,我国流量仪表市场规模在 30 亿元到 40 亿元之间。据 Flow research 的网络调查,全球流量仪表市场年均增长率(CAGR)达到了 2.6%,但其中传统仪表(节流、容积、涡轮、转子流量计等)为负增长,新型仪表(电磁、超声、科氏流量计等)的年增长率平均达 6.2%。

我国具有流量计量的水利工程占比较低,为了合理的分配有限的水资源,未来我国将加快水利工程的建设规模,适合于涵洞、明渠、大口径(DN500 以上)管道等输水工程流量测量的多声道超声流量计的市场需求也将越来越大。

流量计的增长来自于我国经济的持续增长和应用领域的不断拓宽。其中,超声流量计已广泛应用于冶金、石油、石化、水利、电力、城镇供水供热等行业。由于企业对于不停水不停产进行流量计安装及维护的要求越来越高,近几年超声流量计的市场规模逐年递增,并有继续保持较高增速的势头。

3. 行业竞争格局, 公司竞争优势明显

3.1. 行业竞争格局: 行业集中度低, 公司处于前列

公司所处仪表行业的行业集中度较低,各类产品生产企业数量较多。公司产品以超声测流产品为主,与传统仪表生产企业相比销售规模较小,尚有较大的发展空间,但公司在超声测流细分领域处于领先地位。

国内生产热量表的企业有大连海峰仪器发展有限公司、威海市天罡仪表有限公司、江苏迈拓智能仪表有限公司、北京添瑞祥仪器仪表有限公司、天津市新岭电子技术有限公司、承德泰宇热控工程技术有限公司、瑞纳表计(合肥)有限公司、河南新天科技股份有限公司、山东智方仪表科技有限公司、重庆市伟岸测器制造股份有限公司。

2010 年公司热量表市场占有率约 3%。预计未来 3 至 5 年内公司将继续保持快速增长趋势。公司是目前少数具有全系列超声产品的厂家之一,能够更好地满足城市供热系统计量的需求。

目前我国大口径机械式水表主要生产企业有宁波水表股份有限公司、福州真兰水表有限公司、江西三川水表股份有限公司等公司,大口径超声水表生产厂家主要有本公司、大连海峰仪器发展有限公司、大连大禹仪表有限公司等。

在工业水表领域,公司大口径超声水表在工业水表市场占有率仅为 0.24%,目前超声水表尚处于市场培育期和成长初期,生产企业数量少,公司在超声水表细分市场处于领先

地位。

国内生产超声流量计的企业主要有：大连海峰仪器发展有限公司、唐山汇中、北京瑞普三元仪表有限公司、唐山美伦仪表有限公司、江苏迈拓智能仪表有限公司等。其中，大连海峰、汇中股份等是行业内技术水平较高和市场份额较大的厂家。在超声流量计细分市场，公司的市场占有率约为 4%。

3.2. 公司竞争优势明显

■ 技术创新优势

公司掌握了低功耗测量技术、数字信号处理（DSP）技术、高精度时间检测技术、整机防护达到 IP68 防护等级技术、非实流校验技术、多声道超声测量技术等一系列较为先进的专有技术，并已成功应用于公司多种型号产品。2008 年公司作为项目组成员单位参与了国家 863 计划“典型行业高性能传感器”重点项目之“过程控制流量传感器及系统”课题。该课题的研究成果提高了公司的技术水平，技术创新优势得到显著增强。2012 年 8 月，该课题通过了验收。

公司拥有全部产品的自主知识产权并始终走在超声测流领域的前沿，曾先后参与制定《给排水用超声流量计（传播速度差法）》、《热量表》、《超声流量计检定规程》等行业及国家标准。

■ 产品适用范围广泛的优势

公司生产的超声热量表、超声水表、超声流量计型号齐全，适用范围广泛，能适应各种客户的不同需求。公司产品能够满足我国供热系统的热源厂、热力站、工厂、楼栋和居民用户等客户的不同需求，是目前少数具有全系列超声热量表产品的生产厂家之一。

公司能够提供用于贸易结算的超声水表、超声流量计，也能提供应用于大型水利工程的大口径产品；可以满足由水源至用水单位城市供水系统以及各种行业工业流量计量的需求。

■ 产品质量优势

公司的超声流量计产品曾通过中国计量科学研究所的电磁兼容性试验，并在取得欧盟 CE 认证过程中通过了相关机构的电磁兼容性试验。公司超声水表针对我国城市供水管网的特点和表井环境的特殊性而设计，采用了独特的制造工艺，能够在完全浸水的情况下连续正常工作，整机防护达到了 IP68 防护等级，该防护等级是防尘防水的最高等级。公司生产的户用热量表产品质量较高，自产品投入市场以来未发生过重大产品质量问题。

■ 具备提供系统解决方案的优势及规模优势

公司不仅能够提供超声流量计产品，还具备为客户提供在复杂环境下实现流量测量的系统解决方案的能力。公司已具有年生产户用超声热量表 100,000 台、楼栋用超声热量表 3,000 台，生产各类超声流量计 2,000 台、超声水表 4,000 台的生产能力，具备大批量生产能力，能够有效降低生产成本。

4. 募投项目：缓解现有产能发展瓶颈，提升未来业绩成长性

公司本次发行募集资金拟用于“超声热量表产业化生产基地建设项目”和“大口径超声水表产业化项目”。

表 3: 募集资金主要投向项目

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	建设期
1	超声热量表产业化生产基地建设项目	15,219.13	15,000	24 个月
2	大口径超声水表产业化项目	6,052.60	6,000	24 个月

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

表 4: 募投项目达产后新增业绩贡献

项目	产品	现有产能 (台)	新增产能 (台)	新增业绩贡献		
				销售收入 (亿元)	利润总额 (万元)	净利润 (万元)
超声热量表产业化生产基地建设项目	户用超声热量表	100000	500000	2.65	5,810.21	4,357.66
	楼梯超声热量表	3000	30000			
大口径超声水表产业化项目	大口径超声水表	4000	18000	0.63	3,269.59	2,452.19

数据来源: 招股意向书, 安信证券研究中心

募集资金投资项目达产后, 公司将新增户用超声热量表 50 万台/年、楼栋超声热量表 3 万台/年和大口径超声水表 1.8 万台/年的生产能力, 使公司在技术和成本方面的领先优势得以进一步发挥, 从而可以获取更多的销售收入和利润。

5. 盈利预测及估值

我们预计公司 2013 年-2015 年营业收入 179.4 百万元、230.5 百万元、288.2 百万元, 分别同比增长 25.8%、28.5%、25.0%, 实现归属母公司净利润为 60.2 百万元、74.7 百万元、92.0 百万元, 同比增长 21.0%、24.0%、23.1%, 未来三年净利润复合增长率为 22.7%。按照发行 600 万股新增股本计算, 对应的 EPS 为 1.25 元、1.56 元、1.92 元。

目前上市公司中, 我们选取了与公司业务相似的金卡股份、新天科技、三川股份等公司作为可比公司, 可比公司对应 2013 年的动态市盈率平均为 33 倍。考虑到公司在超声测流技术领域实力雄厚, 超声智能表代表了未来智能计量发展的趋势, 公司有望取得较快的增长。我们认为给予公司 2013 年 32 倍-36 倍较为合理, 对应的合理估值区间为 40.00 元-45.00 元。

表 5: 可比公司估值水平

股票代码	股票名称	股价		EPS		PE		PB	
		2014/1/9	2012	2013E	2014E	2012	2013E		2014E
300349	金卡股份	47.30	0.90	1.34	1.84	52.6	35.2	25.7	5.93
300259	新天科技	19.85	0.54	0.57	0.77	36.8	34.5	25.9	2.67
300066	三川股份	19.05	0.50	0.65	0.87	38.1	29.3	22.0	2.26
	均值	28.73	0.65	0.86	1.16	42.5	33.0	24.5	3.62
300371	汇中股份		1.04	1.25	1.56				

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

6. 风险提示

- 房地产市场调控对热量表行业影响的风险
公司的户用超声热量表产品大部分应用于新建建筑中，而该业务占公司销售收入的比例 50%左右。国家宏观调控政策短期内可能会导致商业住宅开发投资增速放缓，进而对公司户用超声热量表的销售带来一定程度的不利影响。
- 市场竞争加剧导致公司热量表收入增长放缓的风险
随着行业的逐渐成熟，进入热量表市场的生产厂商和产品类型日益增多，竞争日趋激烈，热量表市场将转入平稳增长。如果公司不能加大市场开拓力度，热量表的销售收入存在增速放缓的风险。
- 传统流量仪表企业突破技术壁垒进入超声波计量领域的风险
- 智能表行业政策变化的风险
- 高度依赖核心管理人员和核心技术团队的风险

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月09日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	135.2	142.6	179.4	230.5	288.2	成长性					
减:营业成本	55.4	54.6	74.3	97.7	122.9	营业收入增长率	33.7%	5.4%	25.8%	28.5%	25.0%
营业税费	1.4	1.8	2.0	2.7	3.4	营业利润增长率	20.5%	12.8%	22.3%	25.5%	23.4%
销售费用	15.3	14.6	20.4	25.3	31.3	净利润增长率	28.0%	7.6%	21.0%	24.0%	23.1%
管理费用	17.4	20.5	23.8	31.1	39.5	EBITDA 增长率	26.8%	9.4%	23.8%	31.7%	27.1%
财务费用	2.1	1.1	-	-0.1	-0.1	EBIT 增长率	25.9%	9.9%	19.6%	25.5%	23.4%
资产减值损失	1.0	2.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	24.0%	9.5%	20.0%	25.5%	23.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	127.9%	8.8%	51.1%	52.7%	25.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	57.2%	39.2%	34.1%	123.8%	17.3%
营业利润	42.7	48.1	58.9	73.9	91.2	利润率					
加:营业外净收支	11.7	10.6	12.0	14.0	17.0	毛利率	59.0%	61.7%	58.6%	57.6%	57.4%
利润总额	54.4	58.7	70.9	87.9	108.2	营业利润率	31.5%	33.7%	32.8%	32.0%	31.6%
减:所得税	8.1	8.9	10.6	13.2	16.2	净利润率	34.2%	34.9%	33.6%	32.4%	31.9%
净利润	46.2	49.8	60.2	74.7	92.0	EBITDA/营业收入	34.8%	36.1%	35.5%	36.4%	37.0%
						EBIT/营业收入	33.1%	34.5%	32.8%	32.0%	31.6%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	38	36	47	80	109
货币资金	38.9	48.2	43.3	249.9	250.6	流动营业资本周转天数	134	183	176	173	181
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	289	341	313	443	531
应收账款	34.4	46.7	57.9	64.3	81.3	应收账款周转天数	79	102	105	95	91
应收票据	3.8	4.2	3.8	6.1	7.7	存货周转天数	96	109	97	100	107
预付账款	3.1	4.6	6.5	7.7	10.2	总资产周转天数	381	470	461	652	767
存货	43.0	43.0	54.0	73.5	98.1	投资资本周转天数	225	310	322	381	416
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	36.4%	28.1%	25.4%	14.1%	14.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	26.4%	25.3%	22.9%	13.1%	14.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	73.8%	35.4%	39.1%	32.5%	26.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	14.7	13.9	32.7	70.2	104.7	销售费用率	11.3%	10.2%	11.4%	11.0%	10.9%
在建工程	0.9	-	30.0	66.0	69.6	管理费用率	12.8%	14.3%	13.3%	13.5%	13.7%
无形资产	36.0	35.2	34.5	33.8	33.0	财务费用率	1.6%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	25.7%	25.3%	24.7%	24.4%	24.5%
资产总额	175.4	196.6	263.2	572.1	655.7	偿债能力					
短期债务	30.0	-	-	-	-	资产负债率	27.5%	10.0%	9.9%	7.3%	5.1%
应付账款	9.8	10.7	13.3	16.1	19.6	负债权益比	38.0%	11.2%	11.0%	7.8%	5.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.55	7.43	6.35	15.12	13.47
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.66	5.25	4.28	12.35	10.52
长期借款	-	-	-	15.0	-	利息保障倍数	21.26	46.26	-2,587.7	-987.64	-741.66
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	48.3	19.7	26.1	41.6	33.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	42.0	42.0	42.0	48.0	48.0	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	85.1	134.9	195.1	482.5	574.4						
股东权益	127.1	176.9	237.1	530.5	622.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.96	1.04	1.25	1.56	1.92
净利润	46.2	49.8	60.2	74.7	92.0	BVPS(元)	3.03	4.21	5.64	11.05	12.97
加:折旧和摊销	2.4	2.4	4.9	10.2	15.7	PE(X)	-	-	-	-	-
资产减值准备	1.0	2.0	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
财务费用	2.1	1.1	-	-0.1	-0.1	P/S	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	17.3%	22.7%	18.6%	17.3%	22.7%
营运资金的变动	-33.4	-14.6	-17.0	-29.1	-38.9	PEG	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	22.1	39.9	48.2	55.7	68.6	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-37.5	1.0	-53.0	-83.0	-53.0	REP	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	19.5	-31.6	-	233.8	-14.9						

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

王书伟、张仲杰分别声明, 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	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	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	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

www.jztz.com
中国价值投

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

