

2014-1-15

公司报告(点评报告)


评级

首次
宏良股份 (002720)

国内女鞋牛皮鞋面革龙头企业

 建议询价区间: 16~19
 上市首日定价区间: 16~19


分析师: 雷玉


 (8621)68751070

 leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490511040005


联系人: 王冯


 (8621)68751070

 wangfeng6@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513110001

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

发行数据

| | |
|----------|-----------|
| 总股本(万股) | 13,000.00 |
| 发行数量(万股) | 4,340.00 |
| 网下发行(万股) | |
| 网上发行(万股) | 1,736.00 |
| 保荐机构 | |
| 发行日期 | 2014-1-20 |
| 发行方式 | 网下询价,上网定价 |

报告要点
■ 发行情况

公司本次发行不超过 4,340 万股,发行后总股本不超过 14,840 万股,发行股数占发行后总股本的 25.03%。募集资金将用于“新增年加工 45 万标张牛皮革扩建项目”、“研发中心建设项目”。

■ 行业与公司概况

目前,中国皮革产业集中度低,皮鞋消费发展空间巨大,同时国家在政策及资源上对制革业予以大力支持,国内制革业发展空间广阔。

公司一直从事牛皮鞣制革产品的研发、生产和销售。公司产品定位于中高端领域,并通过直销、代销、经销等方式直接或间接地满足了国内许多知名厂商的需求。公司产品以女鞋鞋面革为主,其销售收入占比较高,立足于女鞋市场的基础上,公司开始生产男鞋鞋面革和包袋革,丰富和完善产品结构。

■ 公司经营与竞争优势

公司 09 年至 12 年营业收入和净利润快速增长,复合增长率分别为 45.52% 和 54.82%。公司能快速成长也得益于公司在产业布局区位、技术研发、生态环保和资源方面的优势。

■ 盈利预测与估值

我们对公司 2013-2015 年的盈利预测为 1.13, 1.45 和 1.76 元,参考类似公司估值,公司合理估值在 11-13 倍,合理股价区间为 15.95 元-18.85 元。

■ 风险提示

(1) 存货金额较大,存在减值风险;(2) 现金流持续为负。

主要财务指标

| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1049 | 1459 | 1858 | 2209 |
| 增长率(%) | 32% | 39% | 27% | 19% |
| 归属母公司所有者净利润(百万元) | 119.1 | 168.3 | 214.5 | 261.7 |
| 增长率(%) | 65% | 41% | 27% | 22% |
| 每股收益(元) | 0.803 | 1.134 | 1.445 | 1.764 |
| 净资产收益率(%) | 27.5% | 29.2% | 28.3% | 26.7% |
| 每股经营现金流(元) | -1.21 | | | |

公司概况

公司是国内运动鞋服行业中优雅时尚运动的领航者

公司一直从事牛皮鞣制革产品的研发、生产和销售。公司产品定位于中高端领域，并通过直销、代销、经销等方式直接或间接地满足了国内许多知名厂商的需求。产品应用于达芙妮、千百度、奥康、百丽、思加图、接吻猫、森达、等十几个国内著名鞋类品牌。

表 1：公司的主要产品

| 种类 | 系列 | 产品名称 | 产品特点 | 用途 | |
|---------|-------|---------|------------------|--------------|-------|
| 鞋面革 | 油蜡革 | 小牛油蜡革 | 轻微的油蜡效果、紧实细腻 | 高档女鞋 | |
| | | 仿胎牛油蜡革 | 轻微的油蜡效果、平滑细腻 | 高档女鞋 | |
| | | 金苹果油蜡革 | 高光油蜡效果 | 中高档女鞋 | |
| | | 红玫瑰油蜡革 | 重油蜡效果、手感滑爽 | 中高档女鞋 | |
| | | 紫罗兰油蜡革 | 重油蜡效果、手感油润 | 中高档女鞋 | |
| | | 郁金香油蜡革 | 色彩纯正、手感滋润 | 中高档女鞋 | |
| | | 康乃馨油蜡革 | 素雅淡淡的油蜡效果 | 中高档女鞋 | |
| | 水染革 | 孔雀水染革 | 色彩艳丽饱满、手感自然 | 高档女鞋 | |
| | | 喜鹊水染革 | 轻微涂饰、手感舒适 | 中高档女鞋 | |
| | 打蜡革 | 小牛打蜡革 | 轻微的打蜡效果、紧实细腻 | 高档女鞋 | |
| | | 烧焦打蜡革 | 厚重的打蜡、有焦黑效果 | 中高档女鞋 | |
| | 特殊效应革 | 幻彩效应革 | 色彩艳丽、斑斓闪烁 | 中高档女鞋 | |
| | | 珠光效应革 | 有珍珠般的晶莹光泽 | 中高档女鞋 | |
| | | 仿珍稀动物皮 | 珍稀动物皮花纹、高贵典雅 | 高档女鞋 | |
| | 抓花效应革 | 抓花效应革 | 手工工艺、有很强的层次感和立体感 | 高档女鞋 | |
| | | 丝绸效应革 | 丝绒般的细腻手感 | 高档女鞋 | |
| | | 丝绸效应革 | 丝绒般的细腻手感 | 高档女鞋 | |
| | 摔纹革 | 自然摔纹革 | 花纹自然、柔软丰满 | 高档女鞋 | |
| | | 压花摔纹革 | 花纹均匀、利用率高 | 中高档女鞋 | |
| | 生态革 | 半植鞣全粒面革 | 粒纹饱满清晰、绿色环保 | 高档女鞋 | |
| | | 半植鞣油蜡革 | 油蜡感强、绿色环保 | 高档女鞋 | |
| | | 半植鞣苯胺革 | 通透自然、绿色环保 | 高档女鞋 | |
| | 男鞋鞋面革 | 油蜡革 | 高尔夫油蜡革 | 轻微的油蜡效果、休闲风格 | 高档男鞋 |
| | | | 西部牛仔油蜡革 | 油蜡磨砂效果、风格粗犷 | 中高档男鞋 |
| | | | 牧马油蜡革 | 重油蜡效果，厚重古朴 | 中高档男鞋 |
| | | | 森林人油蜡革 | 重油蜡效果、有防水性能 | 中高档男鞋 |
| | 布袋革 | 油蜡革 | 油蜡磨砂布袋革 | 油蜡磨砂效果、风格粗犷 | 中高档布袋 |
| 珠光效应布袋革 | | | 有珍珠般的晶莹光泽 | 中高档布袋 | |
| 效应革 | | 幻彩效应布袋革 | 色彩艳丽、斑斓闪烁 | 中高档布袋 | |
| | | 仿珍稀动物皮革 | 珍稀动物皮花纹、高贵典雅 | 高档布袋 | |
| | | 半植鞣抓花革 | 手工工艺、有很强的层次感和立体感 | 高档布袋 | |

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司产品以女鞋鞋面革为主，其销售收入占比较高，2009年以前公司产品基本都为女鞋鞋面革。根据《中国皮革》杂志统计，公司2010年和2011年女鞋鞋面革产量在细分行业中均位于首位。在立足于女鞋市场地位的基础上，公司开始生产男鞋鞋面革和包袋革，进一步丰富和完善公司产品结构。报告期内，公司男鞋鞋面革和包袋革销售收入占比呈逐渐增长趋势。

表 1: 主营业务收入构成一览

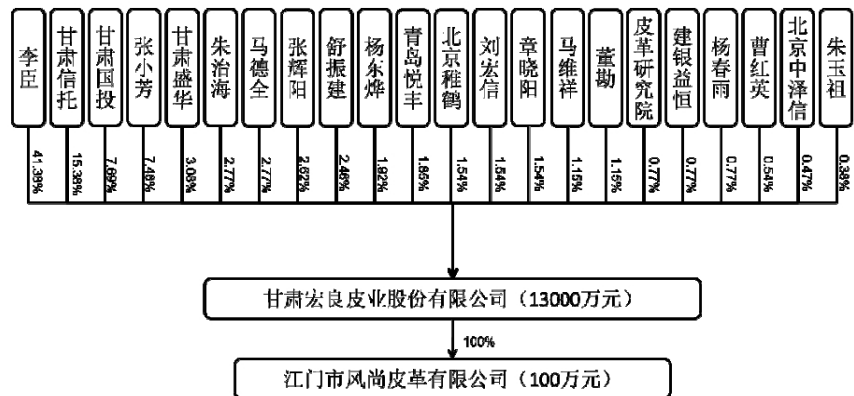
| 主营业 务收入 | 2012 | | 2011 | | 2010 | | 2009 | |
|------------|----------|--------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 女鞋鞋 面革 | 88027.12 | 84.22% | 61,327.26 | 78.63 % | 35,263.08 | 74.84 % | 33,928.41 | 100.00% |
| 男鞋鞋 面革 | 6679.96 | 6.39% | 3,731.34 | 4.78 % | 3,469.35 | 7.36 % | — | — |
| 包袋革 | 9818.81 | 9.39% | 12,936.99 | 16.59 % | 8,385.44 | 17.80 % | — | — |
| 合计 | 104525.8 | 100% | 77,995.59 | 100.00% | 47,117.87 | 100.00% | 33,928.41 | 100.00% |

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

股票发行前后公司股权结构

公司是由宏良有限整体变更设立的股份公司。发起人共计 10 名，包括1 名法人股东，9 名自然人股东。

图 1: 发行前公司股权结构如下



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司股权结构较为分散，公司发行前总股本 13,000 万股，本次拟向不特定对象公开发行 4,340 万股，发行后总股本为 17,340 万股。本次发行后，拟向不特定对象公开发行股份占公司发行后股本总额的 25.03%。

表 2: 本次发行前后的股本结构

| 股东类别 | 发行前 | | 发行后 | |
|-----------|---------|--------|---------|-------|
| | 持股股数(股) | 比例(%) | 持股股数(股) | 比例(%) |
| 国有股(转持股份) | — | — | 434 | 2.50 |
| 国有法人股 | 3100 | 23.84 | 2666 | 15.37 |
| 法人股 | 1000 | 7.71 | 1000 | 5.77 |
| 自然人股东持股 | 8900 | 668.45 | 8900 | 51.33 |
| 无限售条件的流通股 | — | — | 4340 | 25.03 |
| 合计 | 13000 | 100 | 17340 | 100 |

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

行业概况

国家政策支持, 皮革产业集中度低

制革业属于是国家轻工产业中的支柱产业, 是国民经济中不可或缺的重要部分。国家也出台了一系列产业政策支持鼓励制革业发展: 《产业结构调整指导目录(2011年版)》把“制革及毛皮加工清洁生产、皮革后整饰新技术开发及关键设备制造、皮革废弃物综合利用”列入鼓励类项目; 《轻工业技术进步与技术改造投资方面(2009~2011年)》将制革制鞋装备自主化、皮革行业污染物减排与废弃物资源化利用技术产业化、高档皮革及制品关键生产技术产业化、推进皮革行业节能减排列为中央财政资金扶持范围; 《甘肃省轻纺业调整和振兴规划》提出“以白银、临夏、平凉为重点布局, 加快皮革工业集聚区建设, 积极承接东南沿海产业梯度转移, 形成具有较强竞争力的鞋面革等皮革加工产业”, 并明确将本公司及相关项目列为甘肃省轻纺业调整和振兴规划的重点项目。

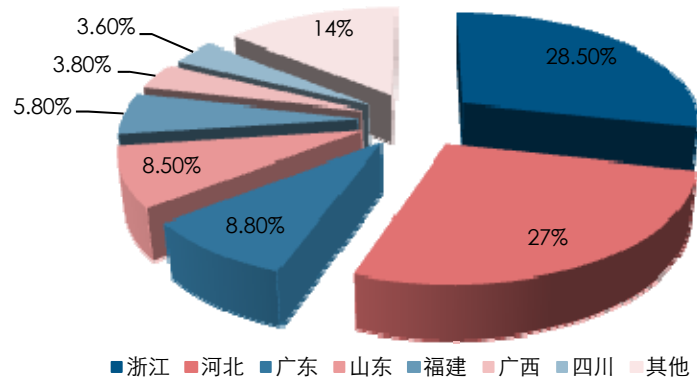
目前, 全国已初步形成了一批专业化分工明确、特色突出、对拉动当地经济起着举足轻重作用的皮革生产特色区域和专业市场

表4: 中国皮革产业经济带

| 皮革产业经济带 | 主要特点 |
|------------|---|
| 广东沿海 | 以牛皮革为主, 其质量居国内领先水平 |
| 温州 | 私营企业占比很大, 主要生产猪牛羊革、皮鞋、皮革服装 |
| 成都 | 此地区原皮资源丰富, 科技力量雄厚 |
| 长沙、湘潭、株洲 | 以猪皮革为主, 皮革服装也有一定规模 |
| 上海、苏州、杭州 | 皮革、皮鞋、皮革服装等产品质量在国内均居先进行列, 部分企业在国内外已具备一定的知名度 |
| 河北留史、辛集、大营 | 皮革、皮鞋、裘皮服装都有生产 |
| 福建莆田、晋江、石狮 | 皮革、皮鞋企业众多, 以皮鞋生产为主 |
| 河南项城、鹿邑、商丘 | 是全国牛皮质量最佳的地区之一, 主要生产牛皮革 |
| 甘肃临夏、平凉、张掖 | 是全国牛皮质量最佳的地区之一, 主要生产牛皮革 |

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 2: 2010 年各地区制革企业市场份额占比



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

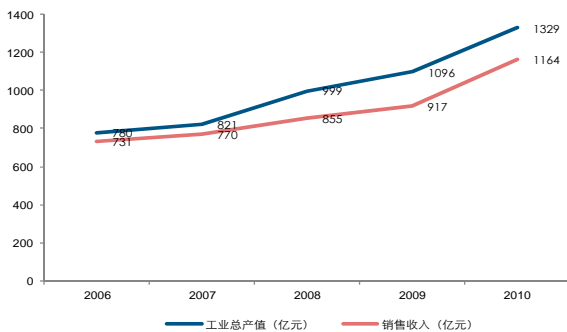
国内皮革市场发展空间广阔

随着经济的快速发展, 人们收入水平的不断提高, 对于皮革产品的需求也在迅速增加。统计数据显示, 2006~2010 年制革行业工业总产值平均增长率为 14%, 销售收入平均增长率为 11.85%。

2011 年至 2013 年中国皮革市场容量基本以 4% 的增速稳步增长, 预计 2015 年能达到 9.12, 市容量稳步扩大。

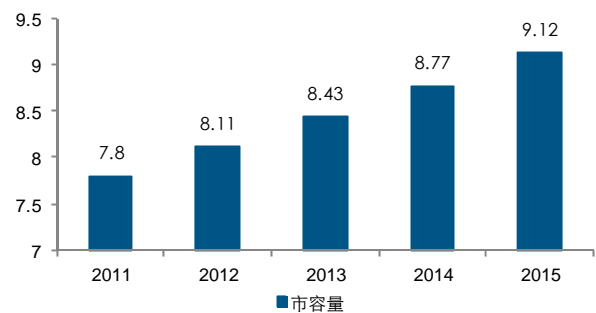
中国人均鞋类消费相比美、日、韩和西欧国家低很多。中国是拥有 13 亿人口的消费大国, 未来中国皮鞋行业的市场潜力巨大, 随着城乡居民可支配收入的提高、城市化进程的加快、零售市场的快速发展, 预计未来皮鞋的销售量和销售额整体将保持快速上升趋势。未来中国仍然是世界上最大的鞋类产品消费市场之一, 市场前景非常广阔, 皮鞋消费量将保持快速增长。

图 3: 06 年-10 年制革业工业总产值及销售收入增长趋势



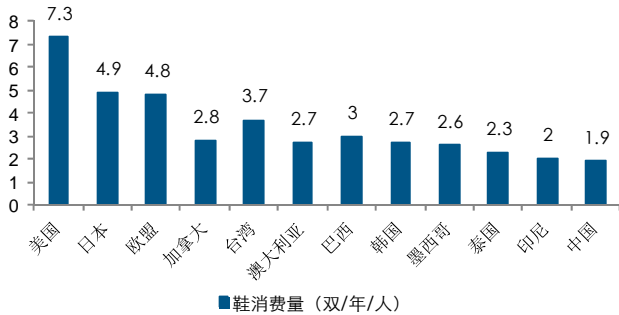
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 11 年-15 年皮革市容量预测



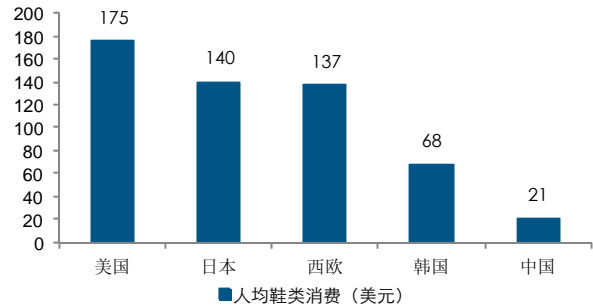
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 世界主要国家人均鞋消费量



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 2008 年主要国家人均鞋消费



资料来源: Wind, 长江证券研究部

主要竞争对手

我国的制革业大型企业较少, 生产集中度较低, 任何一家制革企业都不可能做到垄断经营。此外, 行业内各企业的业态和盈利模式不一, 横向可比性较差, 上述企业各自在市场细分方面存在优势, 其中本公司在牛皮女鞋鞋面革市场居领先地位。

表5: 2012年行业内规模以上企业

| 企业 | 所在地 | 生产规模 (平方英尺) |
|------|------|-------------|
| 兴业皮革 | 福建晋江 | 8200万 |
| 宏良皮业 | 甘肃临夏 | 4900万 |
| 峰安皮业 | 福建晋江 | 4800万 |
| 圣雄皮业 | 浙江温州 | 4300万 |
| 大众皮业 | 浙江临海 | 3400 万 |

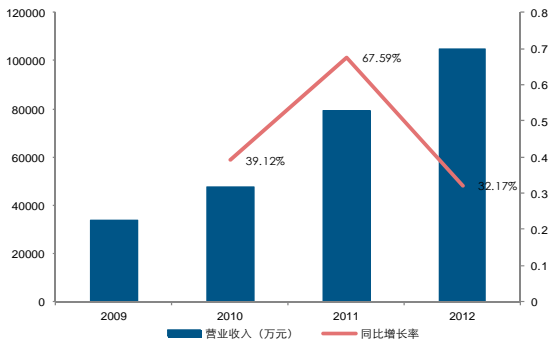
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

公司经营情况及竞争优势

经营情况

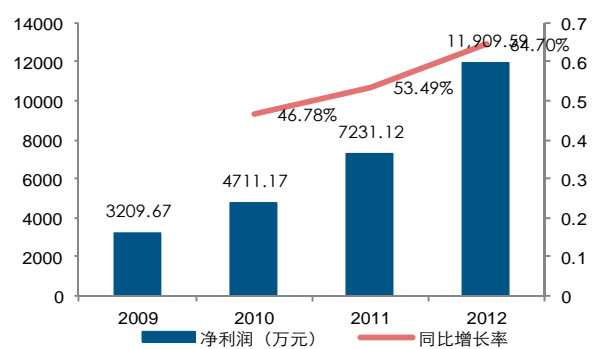
公司 09-12 年营业收入分别为 34028.63 万元、47339.85 万元、79337.32 万元和 104858.32 万元，年复合增长率为 45.52%，净利润分别为 3209.67 万元、4711.17 万元、7231.12 万元和 11909.59 万元，年复合增长率为 54.82%。

图 7：公司 09-12 年营业收入（万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：公司 09-12 年净利润（万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司四大竞争优势

产业布局区位优势

公司按照革业生产工艺特点将“原皮—皮坯”的水厂工艺流程放在临夏回族自治州，具备以下优势：1、有利于公司的原料采购。靠近原材料市场，方便采购和运输，不仅可以节省成本，同时也能促进西部边穷少数民族地区的农牧民发展畜牧业；2、有利于公司降低生产成本。厂区地处西部，有着东部沿海地区所不具备的水电煤价格和劳动力等成本优势，有利于解决当地富余劳动力的就业。

将后涂饰工艺以及销售基地设在广东江门，具备以下优势：1、有利于公司产品销售和市场开拓。江门风尚位于广东省，直接毗邻制鞋基地，有利于及时洞悉市场信息、了解客户需求，通过灵活捕捉鞋面革消费的时尚变动因素和销售客户的反馈信息，迅速掌握市场动态和发展趋势，并据此及时调整产品结构、主动研发以开拓市场；2、有利于发展良好的客户关系。地理上的毗邻关系可以让公司的供货及售后服务做到及时、快捷、有效，有利于与客户保持稳定的合作关系；对于临时性订单，由于运输时间的减少也为公司的生产赢得了时间；3、有利于公司技术研发。由于掌握制革业市场变动的前沿信息，有利于公司聚拢专业技术人才，联动市场及时、有效地开展新产品、新工艺的主动研发；公司可根据客户的特殊要求，研发高附加值的定制产品，快速响应客户的个性化需求。

技术及研发优势

公司与中国皮革和制鞋工业研究院是合作研发单位，研发中心被认定为“中国皮革和制鞋工业研究院甘肃研发中心”。公司研发中心还被甘肃省工信委、发改委、科技厅、财政厅、国税局、地税局联合认定为“省级认定企业技术中心”，被甘肃省科技厅认定为“甘肃省皮革工程技术研究中心”。

截止 2011 年 12 月 31 日, 公司共拥有 75 名具有丰富制革经验的技术人员, 占公司员工总数的 12.38%, 分布在生产、工艺、技术等各环节。上述研发人员皆有中专以上学历, 毕业于西北轻工学院等高等院校的制革相关专业, 具有平均 10 年以上的制革从业经验。其中, 核心技术人员为 7 名。

公司先进的生产装备也为新产品的开发提供了必要的保障。近年来, 公司从国外引进了 Y 型不锈钢转鼓、电脑全自动片皮机、高精度削匀机、恒压控水系统、全自动生产流水线、电脑喷浆机、实验室检测分析仪、污水处理先进设备, 不但提高了公司生产过程的机械化、自动化程度, 而且对新产品的研发也提供了硬件保障。在引进先进设备的基础上, 不断借鉴国外先进技术, 经过多年经验积累, 公司在制革技术方面已经具备了较强的研发竞争力。

生态环保优势

公司始终坚持清洁化生产, 2011 年 1 月, 公司被中国皮革协会认定为“真皮标志生态皮革”; 2011 年 5 月 3 日, 公司通过了“中国环境标志产品”认证, 认定“公司生产的皮革符合中华人民共和国环境保护部颁布的环境标志产品技术要求 HJ507-2009”; 2011 年 8 月 29 日, 公司取得了国家环保部关于上市环保核查的批准文件。随着国家环保政策的日益严格, 人们环保意识的逐渐提高, 生态环保已经融入到越来越多消费者的消费理念之中, 公司在生态环境保护方面的社会责任与历史使命感, 以及公司产品所具有的生态环保内涵, 将有助于拓展公司的销售渠道和市场美誉度。

丰富的资源优势

作为公司主要采购基地的西北地区, 是我国最大的天然和人工畜牧草场之一, 牧场面积居全国前列, 畜牧业资源丰富。其中甘肃、青海、新疆为公司的重点采购区域。公司主要采购地——甘、青、新地区占全国牛存栏及出栏量的比重较大且保持稳定。这一方面得益于西部牧区天然的养殖基础, 另一方面也得益于国家对于西部地区畜牧业的政策扶持。随着国家产业政策的进一步调整, 畜牧业已成为西北五省区重点发展的支柱产业之一, 预计西部地区牛皮资源还将有更快的增长。

表6: 05-10年甘、青、新地区牛存栏及出栏量占全国百分比

| 年份 | 存栏量占比 | 出栏量占比 |
|------|--------|-------|
| 2005 | 9.88% | 8.78% |
| 2006 | 9.49% | 9.14% |
| 2007 | 11.69% | 9.89% |
| 2008 | 11.39% | 9.87% |
| 2009 | 11.26% | 9.82% |
| 2010 | 11.44% | 9.94% |

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

募投项目分析

公司本次发行 4,340 万股，发行后总股本为 17,340 万股，发行股数占发行后总股本的 25.03%。采用网下向询价对象配售发行与网上资金申购定价发行相结合的方式。募集资金将用于“新增年加工 45 万标张牛皮革扩建项目”、“研发中心建设项目”。

表 7：募投项目简介

| 项目名称 | 总投资额 (万元) | 募集资金 (万元) | 建设期 | 项目批准文号 |
|--------------------|-----------|-----------|------|-----------------------|
| 新增年加工45 万标张牛皮革扩建项目 | 24,429.18 | 24,429.18 | 12个月 | 甘发改产业（备） [2011]2 号 |
| 研发中心建设项目 | 2,082.61 | 2,082.61 | 12个月 | 临州发改工 [2010]1140 号 |
| 合计 | 26,511.79 | 26,511.79 | | |

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

新增年加工 45 万标张牛皮革扩建项目

该项目将在充分利用现有设施的基础上，改造联合生产车间，新建涂饰车间、原料成品库，对现有工辅设施进行适应性改造，购置皮革鞣制、染色、整饰等制革生产设备，建设新增年产 45 万标张牛皮革加工能力的皮革生产线。

项目投产后，将促进本地区畜牧养殖业、皮革鞣制加工业及其相关产业的发展，可带动该地区皮革产业的结构调整，使该地区国民经济总体水平有较大幅度的提升，较大地改变该地区人民的生活和质量。

项目总投资 24,429.18 万元，其中固定资产投资 16,217.97 万元，流动资金 8,211.21 万元。本公司拟安排募集资金 24,429.18 万元投资本项目。本项目经济效益测算年限定位 16 年（含建设期 1 年），项目建成后投资回收期为 6.28 年（动态，含建设期）。根据测算，项目投产后年营业收入为 38,133.20 万元，年平均税后利润为 3,677.76 万元；项目投资收益率为 20.07%，税后财务内部收益率为 18.68%，资本净利润率 15.05%，项目盈亏平衡点为 51.21%。本项目主要经济指标高于行业基准值，经济效益较好。

研发中心建设项目

项目将利用“新增年加工 45 万标张牛皮生产线扩建项目”的建设契机，优化、调整车间布局，将公司主厂房（19,017 m²）内预留的蓝湿皮库房（4,050m²）改造成中试车间，并布置国内外先进的中试设备。将公司原有的研发中心重新隔断、装修，改造成为本项目所需的实验室、化验室、仪器室、药品室、样品室、资料室、研发办公室等新研发中心用房，并购置国内外先进的研发仪器设备。同时，公司将配套建设中试车间和研发中心的水、电、汽、排污管线等配套设施。

该项目作为公司技术研发中心，不提供面向终端客户的产品，其效益主要体现在间接收益上。项目建成后，公司的研发基础条件将得到显著改善，有利于专业技术人才的培养和引进，提高公司研发水平；有利于不断研制开发符合市场需求的高质量、低成本、新型环保成品革产品，最终为公司提升竞争能力，保持市场优势地位奠定坚实基础。

项目总投资 2,082.61 万元，其中固定资产投资 1,948.32 万元，流动资金 134.29 万元。本公司拟安排募集资金 2,082.61 万元投资本项目。

盈利预测与估值

我们对公司 2013-2015 年的盈利预测为 1.13, 1.45 和 1.76 元, 参考类似公司估值, 我们认为公司合理的估值区间为 14 年业绩的 11-13 倍, 合理的股价区间为 15.95 元-18.85 元。

表 8: 同行业上市公司估值情况

| 证券代码 | 公司简称 | 股价 | EPS(元) | | | P/E(X) | | |
|--------|------|----|--------|------|------|--------|-------|-------|
| | | | 12A | 13E | 14E | 12A | 13E | 14E |
| 002674 | 兴业科技 | 12 | 0.68 | 0.72 | 0.87 | 18.09 | 16.59 | 13.76 |

资料来源: Wind, 长江证券研究部

风险提示

- 公司存货较高, 存在减值风险;
- 现金流持续为负, 存在一定的流动风险。

财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 1049 | 1459 | 1858 | 2209 | 货币资金 | 168 | 146 | 186 | 221 |
| 营业成本 | 821 | 1127 | 1426 | 1685 | 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 227 | 333 | 432 | 524 | 应收账款 | 269 | 374 | 477 | 567 |
| %营业收入 | 21.7% | 22.8% | 23.2% | 23.7% | 存货 | 797 | 1094 | 1384 | 1635 |
| 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 6 | 预付账款 | 56 | 77 | 97 | 114 |
| %营业收入 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 其他流动资产 | 11 | 15 | 19 | 23 |
| 销售费用 | 9 | 12 | 15 | 18 | 流动资产合计 | 1305 | 1713 | 2172 | 2571 |
| %营业收入 | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 管理费用 | 27 | 38 | 48 | 57 | 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 2.6% | 2.6% | 2.6% | 2.6% | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 49 | 43 | 64 | 80 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 4.7% | 2.9% | 3.5% | 3.6% | 固定资产合计 | 117 | 488 | 812 | 985 |
| 资产减值损失 | 0 | 6 | 6 | 5 | 无形资产 | 6 | 6 | 6 | 5 |
| 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 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 139 | 230 | 294 | 359 | 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 13.3% | 15.8% | 15.8% | 16.2% | 资产总计 | 1433 | 2207 | 2989 | 3562 |
| 营业外收支 | 4 | 0 | 0 | 0 | 短期贷款 | 719 | 1213 | 1678 | 1895 |
| 利润总额 | 139 | 230 | 294 | 359 | 应付款项 | 219 | 300 | 380 | 449 |
| %营业收入 | 13.2% | 15.8% | 15.8% | 16.2% | 预收账款 | 7 | 10 | 12 | 14 |
| 所得税费用 | 20 | 35 | 44 | 54 | 应付职工薪酬 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 净利润 | 119 | 196 | 250 | 305 | 应交税费 | 33 | 55 | 71 | 86 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 119.1 | 168.3 | 214.5 | 261.7 | 其他流动负债 | 5 | 7 | 9 | 10 |
| 少数股东损益 | 0 | 28 | 35 | 43 | 流动负债合计 | 986 | 1589 | 2154 | 2461 |
| EPS (元/股) | 0.80 | 1.13 | 1.45 | 1.76 | 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 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| | | | | | 负债合计 | 999 | 1603 | 2168 | 2474 |
| | | | | | 归属于母公司 | 433 | 576 | 759 | 981 |
| | | | | | 少数股东权益 | 0 | 28 | 63 | 106 |
| | | | | | 股东权益 | 433 | 604 | 822 | 1087 |
| | | | | | 负债及股东权益 | 1433 | 2207 | 2989 | 3562 |
| | | | | | 基本指标 | | | | |
| | | | | | | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| | | | | | EPS | 0.803 | 1.134 | 1.445 | 1.764 |
| | | | | | BVPS | 3.33 | 4.43 | 5.11 | 6.61 |
| | | | | | PE | 19.94 | 14.11 | 11.07 | 9.07 |
| | | | | | PEG | 0.66 | 0.47 | 0.37 | 0.30 |
| | | | | | PB | 4.80 | 3.61 | 3.13 | 2.42 |
| | | | | | EV/EBITDA | 14.94 | 10.83 | 8.53 | 6.90 |
| | | | | | ROE | 27.5% | 29.2% | 28.3% | 26.7% |

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 | 13681960999 | zhouzd1@cjsc.com.cn |
| 甘 露 | 副主管 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn |
| 杨 忠 | 华东区总经理 | (8621) 68751003 | 18616605802 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 鞠 雷 | 华南区总经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn |
| 程 杨 | 华北区总经理 | (8621) 68753198 | 13564638080 | chengyang1@cjsc.com.cn |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 | zhanghui1@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 9 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。