

2014年1月16日

斯莱克 (300382.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

国内高端易拉盖成套设备提供商

■完整易拉盖生产线的设备制造商。公司是具有高速易拉盖组合盖生产设备成熟生产技术的企业之一，主要产品包括易拉盖高速生产成套设备、易拉盖生产设备系统改造、相关精密模具、零备件等，是行业内可提供易拉盖高速生产技术全面解决方案和完整易拉盖生产线的设备制造商。

■消费升级驱动易拉罐需求市场空间广阔。易拉盖高速生产设备的市场需求增长取决于易拉罐消费量的增长。全球易拉罐消费每年以6%左右的速度增长，2008年4,000亿罐，2011年全球易拉罐消费5,050亿罐左右。相对于发达国家，我国人均易拉罐的消费量明显较低，2008年只有24罐/人，而美国约460罐/人，中国人均消费量仅为美国的二十分之一。随着国内消费水平的提高，环保意识、健康意识的增强，消费者对于食品包装的安全性、防护性提出更高要求，我国的易拉罐消费有着巨大的发展空间。

■公司产品具有性价比优势及地域优势。行业竞争的全球格局基本稳定集中由3家美国公司STOLLE、DRT和STI垄断，除公司外，基本没有新的竞争者进入该市场。在国内市场上尚没有技术水平、产品性能上与公司接近的竞争对手。公司成套设备价格一般低于国外同行20%-40%，零备件价格较国外同类产品低50%左右，具有很高的性价比优势。公司地处全球市场增长较快的大中华区，邻近东南亚地区，在服务的及时性和客户沟通方面都具有优势。

■募投项目：扩大现有主业产能，向高端技术领域拓展。公司此次募集资金主要投向易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目、易拉盖高速生产设备零备件制造项目、企业技术中心建设三个项目，项目全部达产后，将新增年产3套易拉盖高速生产整线设备、8套易拉盖组合盖设备、4套易拉盖基础盖设备、12套易拉盖生产设备系统改造的生产能力，预计新增营业收入2.65亿元。有利于提升公司生产能力和核心竞争力，又加大研发投入，引进科研设备和人员，增强公司研发实力，进一步提高公司自主创新能力。

■合理价值区间为50元-64元。我们预计2013年-2015年公司营业收入314.2百万元、354.7百万元、441.7百万元，同比增长25.3%、12.9%、24.5%，实现归属母公司净利润100.8百万元、116.7百万元、148.3百万元，分别同比增长13.6%、15.8%、27.1%，假设按照新发行473万股计算，对应的EPS为2.00元、2.32元、2.95元。我们认为给予公司2013年动态市盈率25倍-32倍较为合理，对应合理价值区间为50元-64元。

■风险提示。公司订单稳定性与持续性风险；产能扩大导致产能消化风险；市场竞争风险；产品价格波动的风险；与STOLLE公司美国诉讼的风险

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	173.6	250.8	314.2	354.7	441.7
净利润	60.9	88.7	100.8	116.7	148.3
每股收益(元)	1.21	1.76	2.00	2.32	2.95
每股净资产(元)	2.57	4.36	6.34	13.34	16.28

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	51.9%	50.5%	47.0%	48.3%	48.5%
净利润率	35.1%	35.4%	32.1%	32.9%	33.6%
净资产收益率	47.1%	40.5%	31.6%	17.4%	18.1%
ROIC	157.6%	92.2%	66.3%	39.6%	42.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

定价区间： 50—64 元

发行数据

总股本(万股)	4,600
发行数量(万股)	1,539
网下发行(万股)	950
网上发行(万股)	589
保荐机构	
发行日期	2014/1/20
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

苏州高远创业投资有限公司	4.00%
苏州高远创业投资有限公司	4.00%
苏州智高易达投资管理咨询有限公司	3.65%
苏州瑞信众恒投资管理咨询有限公司	1.04%
上海弘炜投资有限公司	0.96%
新美特有限公司	0.50%

	%	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

正文目录

1. 易拉盖高速生产设备全面解决方案提供商.....	3
1.1. 公司主营高端易拉盖成套设备.....	3
1.2. 公司股权结构.....	4
2. 消费升级拉动金属包装需求快速增长.....	4
2.1. 发达市场保持稳定，新兴经济体需求空间广阔.....	5
2.2. 国内市场：消费升级驱动啤酒饮料金属包装需求增长.....	5
3. 行业竞争格局及公司竞争优势.....	6
3.1. 行业竞争格局：四家企业形成寡头垄断格局.....	6
3.2. 公司竞争优势.....	6
4. 募投项目：扩充主业产能，提升零部件自制率.....	8
4.1. 募投项目介绍.....	8
4.2. 募投项目带来业绩贡献.....	8
5. 盈利预测及估值.....	9
5.1. 盈利预测.....	9
5.2. 合理价值区间为 50 元-64 元.....	9
6. 风险提示.....	9

图目录

图 1：2010 年-2012 年营业收入年均复合增速 69.7%.....	3
图 2：2010 年-2012 年净利润年均复合增速 55.5%.....	3
图 3：2012 年公司主营业务构成.....	3
图 4：近年来公司分业务毛利率维持较高水平.....	3
图 5：公司股权结构及子公司构成.....	4
图 6：公司所处行业的产业链分析.....	4
图 7：金属包装占包装产业总产值的 10%.....	5
图 8：食品饮料在金属包装产品应用中占比 33%.....	5
图 9：近年来我国啤酒产量平均增速 8%.....	5
图 10：近年来我国软饮料产量平均增速 19.1%.....	5
图 11：2011 年-2015 年我国易拉盖产量平均增速 13.5%.....	6

表格目录

表 1：主要募投项目及投资进度.....	8
表 2：易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目达产后新增产能.....	8
表 3：易拉盖高速生产设备零备件制造项目.....	8
表 4：可比公司盈利预测及估值水平.....	9

1. 易拉盖高速生产设备全面解决方案提供商

1.1. 公司主营高端易拉盖成套设备

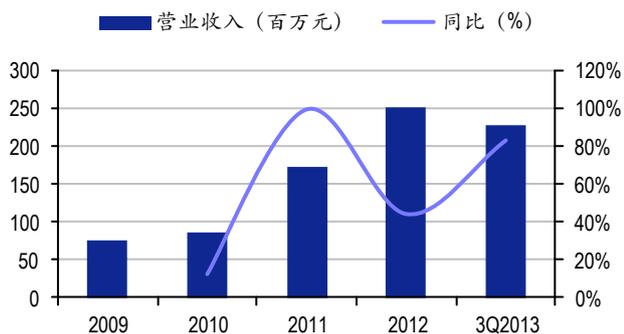
公司是具有高速易拉盖组合盖生产设备成熟生产技术的企业之一，主要从事高速易拉盖生产设备的研发、设计、生产、装配调试及相关精密模具、零备件的研发、加工制造，主要产品包括易拉盖高速生产成套设备、易拉盖生产设备系统改造、相关精密模具、零备件等，主要用作下游厂商生产易拉盖的生产设备。

公司自 2004 年成立以来，经过不断的技术创新与工艺研发，主导产品易拉盖高速生产设备技术成熟，是行业内可提供易拉盖高速生产技术全面解决方案和完整易拉盖生产线的设备制造商。

2010 年-2012 年公司经营业务经历了高速增长的时期，营业收入从 8,710 万元增长到 2.51 亿元，年均复合增速高达 69.7%，归属母公司净利润从 3,667 万元，增长到 8,871 万元，年均复合增速为 55.54%。

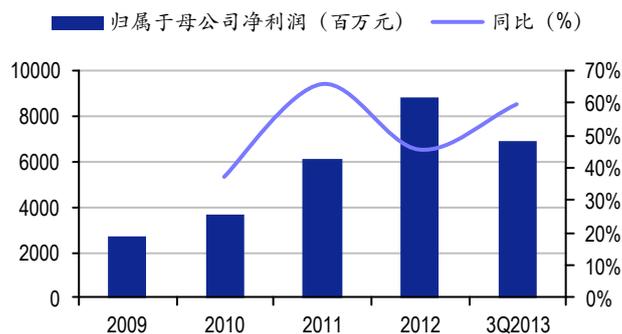
2013 年前三季度，公司营业收入 228.91 百万元，同比增长 83.07%，归属母公司净利润 6,920 万元，同比增长了 59.77%。

图 1：2010 年-2012 年营业收入年均复合增速 69.7%



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 2：2010 年-2012 年净利润年均复合增速 55.5%



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

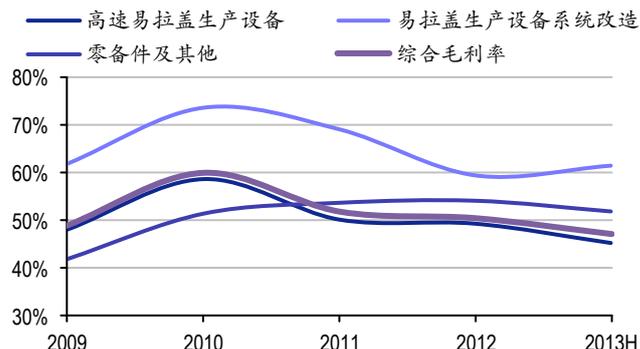
高速易拉盖生产设备是公司业务的主要来源，2012 年，在主营业务收入中占比达到 85%。近年来，公司产品技术含量较高，行业进入壁垒高，属于自动化集成的高端细分行业，高速易拉盖生产设备业务始终保持 50% 左右的较高毛利率水平，而公司综合毛利率也分别为 60.0%、51.9%、50.5%。

图 3：2012 年公司主营业务构成



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 4：近年来公司分业务毛利率维持较高水平

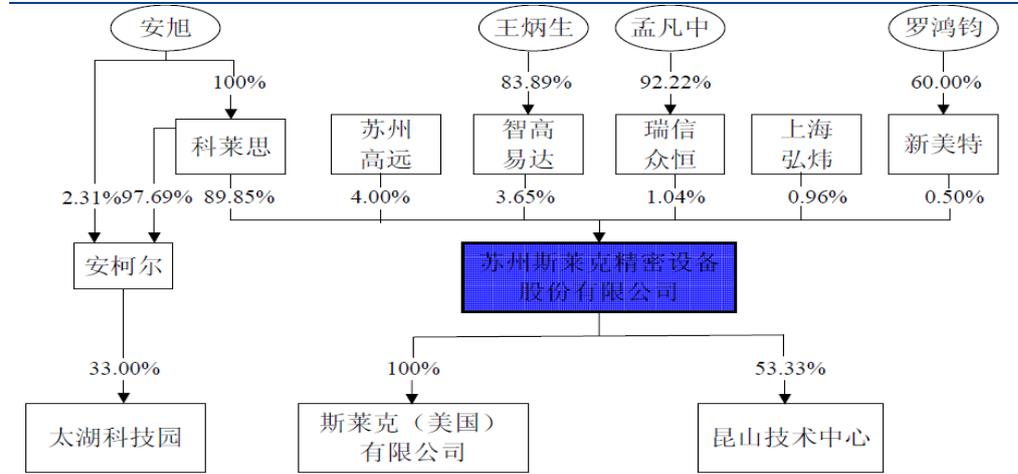


数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

公司的控股股东为科莱思 (CLAS Co., Limited)，持有本公司股份 4,133.02 万股，占本次发行前总股本的 89.85%。公司的实际控制人为安旭先生，持有科莱思 100% 的股权，间接持有公司 89.85% 的股权。

图 5：公司股权结构及子公司构成



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2. 消费升级拉动金属包装需求快速增长

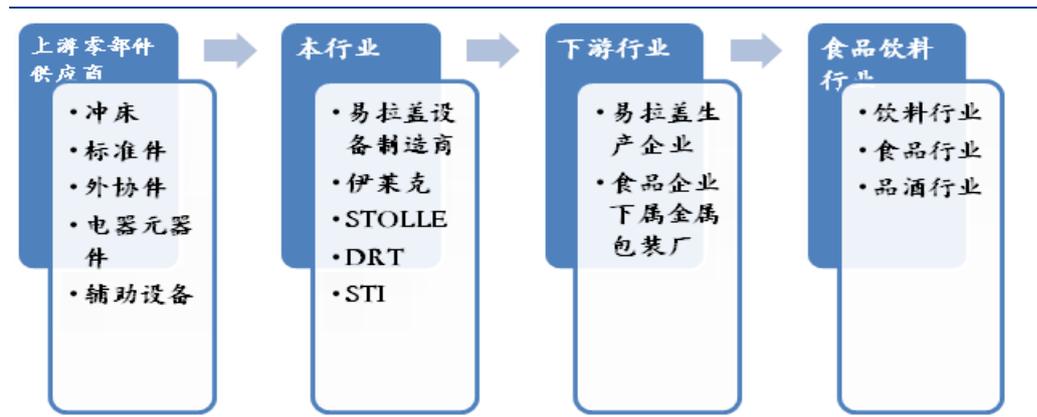
相对于其他包装材质，易拉罐作为包装优点非常明显：

- 一是具有优良的阻隔性能。对光、气、水的阻隔性好，防潮性、保香性等性能大大超过了塑料、纸等其他类型的包装材料，可长期有效地保护内装物，适合包装的多重要求
- 二是具有优良的机械性能，金属强度高，机械性能优良，耐高温、耐湿度变化、耐压、耐虫害、耐有害物质的侵蚀方面表现好于其他包装材料
- 三是不易破损，携带方便，适应现代社会快节奏的生活
- 四是表面装饰性好，可以提高包装物体的美感和档次，刺激消费，促进销售
- 五是可以回炉再生循环使用

因此，易拉罐广泛应用于食品、罐头、饮料等行业的包装服务上。另一方面，由于易拉罐的成本相对玻璃瓶、PET 塑料瓶包装略高，因此在经济较不发达地区其普及程度较低，一般随着经济的发展、人民生活水平的提高，其使用率会大大增加。

易拉盖组合盖高速生产设备是易拉罐制造中的尖端装备，公司所生产的该类设备具有精度高、材料省、产能大三大特征，解决了我国易拉盖行业长期以来依赖进口装备的问题。易拉盖高速生产设备的市场需求增长取决于易拉罐消费量的增长。

图 6：公司所处行业的产业链分析



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2.1. 发达市场保持稳定，新兴经济体需求空间广阔

易拉盖高速生产设备的市场需求增长取决于易拉罐消费量的增长。根据中国包装联合会金属容器委员会有关统计数据，自2002年以来，全球易拉罐消费每年以6%左右的速度增长，2008年全球易拉罐消费超过4,000亿罐，2011年上升到5,050亿罐左右。

2009年初全球易拉盖高速生产设备保有量为800套左右，按全球易拉盖每年增速为6%，平均每套易拉盖生产设备年产能为5亿只盖计算，估计以后三年每年平均约需新建制盖生产线45条。另外，按易拉盖制盖设备正常平均使用寿命15年-20年计算，全球每年平均需要淘汰旧设备并更新的制盖生产线为45条左右，每年还有相当多的现有生产线进行局部技术升级或改造，2011年全球新增制盖设备及改造市场约3.2亿美元。此外，根据易拉盖生产企业运营情况，每条生产线每年损耗零部件更换及售后服务约需40万美元，2011年零部件及售后服务市场约为3.6亿美元

在国际市场上，欧美、日本等发达国家的饮料易拉盖生产量比较稳定，对设备的需求主要是设备的更新换代，新设备的需求量不会有大的突破。但在食品全开易拉盖生产领域，高速生产设备的市场前景仍然十分看好。

在新兴经济体国家和地区，如东南亚、中东、南美洲地区，由于宏观经济的快速增长带动了人均消费能力，无论饮料还是食品易拉盖，都处于高速发展阶段，易拉盖高速生产设备市场广阔。

2.2. 国内市场：消费升级驱动啤酒饮料金属包装需求增长

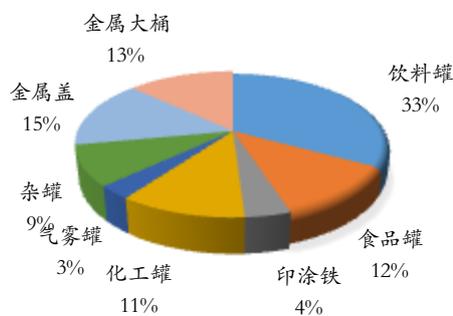
根据中国包装联合会统计，目前金属包装行业产值约占我国包装产业总产值的10%，是我国包装产业的重要组成部分。食品饮料是我国金属包装产品的主要应用领域。在我国金属包装各类产品整体销售收入中，饮料罐销售收入占33%，食品罐销售收入占12%，两者合计占45%，接近全行业收入的一半。

图 7：金属包装占包装产业总产值的 10%



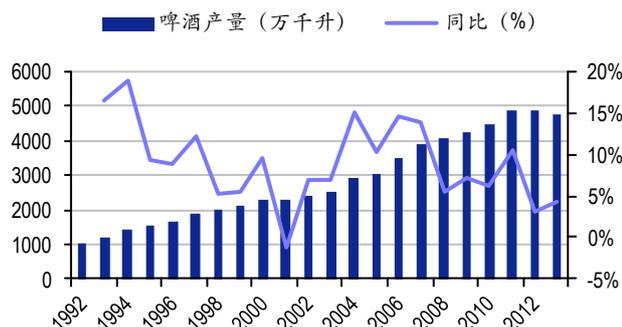
数据来源：奥瑞金招股说明书，安信证券研究中心

图 8：食品饮料在金属包装产品应用中占比 33%



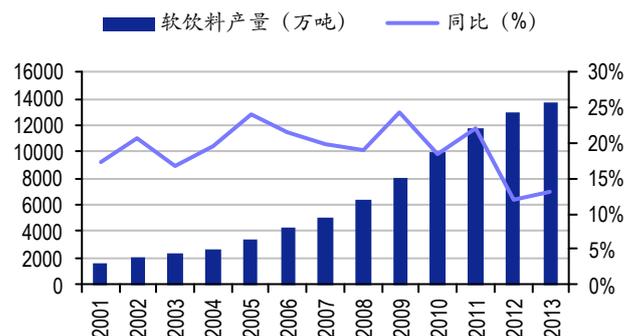
数据来源：奥瑞金招股说明书，安信证券研究中心

图 9：近年来我国啤酒产量平均增速 8%



数据来源：Wind，安信证券研究中心

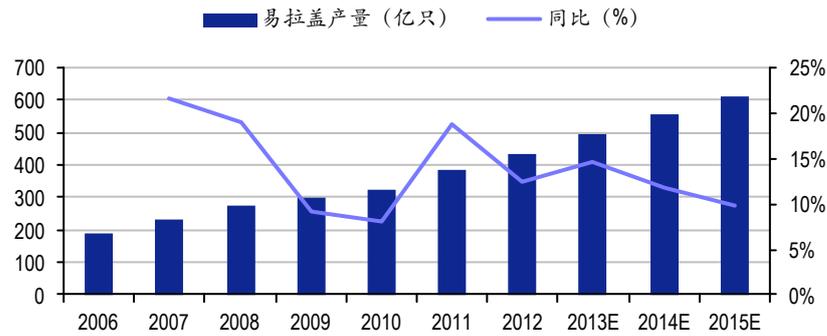
图 10：近年来我国软饮料产量平均增速 19.1%



数据来源：Wind，安信证券研究中心

相对于发达国家，我国人均易拉罐的消费量明显较低，2008年只有24罐/人，而美国约460罐/人，中国人均消费量仅为美国的二十分之一。随着国内消费水平的提高，环保意识、健康意识的增强，消费者对于食品包装的安全性、防护性提出更高要求，我国的易拉罐消费有着巨大的发展空间。预计国内未来几年对于易拉盖制盖设备仍有比较旺盛的需求，并且随着制盖设备保有量的不断增加，对于易拉盖制盖设备系统改造和零备件的需求将不断增加。

图 11：2011 年-2015 年我国易拉盖产量平均增速 13.5%



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

中国人均包装产品消费水平与人均 GDP 的关系与国际相差较大，中国的金属包装产业潜力巨大，特别是随着中国经济的发展，企业竞争必将从价格竞争转向品牌竞争、服务竞争、规模实力的竞争。这为中国包装行业的发展带来一个新的成长机遇。国内未来 3 年每年平均需新建或技改升级制盖生产线 8-10 条。

3. 行业竞争格局及公司竞争优势

3.1. 行业竞争格局：四家企业形成寡头垄断格局

在全球市场上，易拉盖制盖设备迄今已有近五十年的发展历史，美国作为易拉罐的最大生产国和消费国，垄断了易拉盖组合盖生产设备的经营。在公司成立之前，我国的易拉盖高速生产设备一直依赖进口。近 20 年来，行业竞争的全球格局基本稳定集中由 3 家美国公司 STOLLE、DRT 和 STI 垄断，除公司外，基本没有新的竞争者进入该市场。其中 STOLLE 在综合实力及市场占有率方面在行业内均处于领先地位。

新兴经济体国家地区是易拉盖高速生产设备新增需求的主要市场，随着人均消费能力的不断上升，无论饮料还是食品易拉盖都处于高速发展时期，易拉盖高速生产设备市场广阔。在这些国家和地区对成本的关注度较高，凭借着明显的性价比优势，公司正在不断抢占竞争对手的市场份额。

国内市场竞争格局：在国内市场上，公司是国内专业提供高速易拉盖组合盖设备的生产商，目前国内除有个别厂家可生产低速易拉盖生产设备外，尚无在技术水平、产品性能上与公司接近的竞争对手。相比美国三个国外竞争对手而言，公司具有成本、服务等优势，在国内新增组合盖设备市场已占据领先地位。

3.2. 公司竞争优势

■ 技术创新能力优势

公司拥有由 66 名研发技术人员组成的技术团队，组成稳定，相关领域经验丰富；公司通过最近几年的研发，产品技术提升，组合盖生产设备生产速度从最初 2004 年的 600-700 盖/分钟上升到现在的 3,000 盖/分钟；公司利用有限元分析技术，大大提高了材料利用率，为客户节约了生产成本。公司目前多项技术具有较强的持续创新能力。

■ 综合服务优势

公司可以为客户提供定制化的易拉盖高速生产系统设计及系统改造服务，能很好地满足客户的各项需求，同时公司提供服务的费用低于国外厂商，因此和国外公司相比公司在提供整体服务方面具有综合性优势。

■ 成本及产品的性价比优势

公司作为国内高速易拉盖组合盖生产设备的供应商，产品在技术水平上已经基本和国外同行相当甚至在部分指标或性能超过同行，而价格上与国外同行相比较低，成套设备价格一般低于国外同行 20%-40%，零备件价格较国外同类产品低 50% 左右，具有很高的性价比优势，在国内外正逐步挤占国外竞争对手的市场份额。

■ 地域优势

在新兴经济体国家和地区，如东南亚、中东、南美洲地区，由于宏观经济的快速增长带动了人均消费能力，消费能力的增长带动了易拉罐装食品和饮料的快速增长，无论饮料还是食品易拉盖，都处于高速发展阶段，易拉盖高速生产设备市场广阔。在这些地区，市场容量不断增长，市场空间巨大，这部分地区的市场基本属于较新的市场，美国同行并没有在这些区域建立起牢固的市场地位，因此，斯莱克的价格优势在市场竞争中占据了非常有利的地位。公司地处全球市场增长较快的大中华区，邻近东南亚地区，无论在服务的及时性，还是客户沟通方面都具有优势，有利于分享该地区经济快速增长的成果。

■ 客户优势

近些年来，公司凭借综合服务优势和成本优势已经形成了一批核心客户群体，如广东柏华容器、太仓仲英、中粮包装、浙江明旺乳业等，公司产品在国内增量市场中的占比在逐年提升。

公司在全球范围内开展营销，重点在新兴经济体国家和地区，如东南亚、中东、东欧、中南美洲、韩国等，该部分地区易拉盖生产设备空间巨大且增长迅速。特别是在东南亚和中东地区，公司的竞争力日益稳固，获得了一批当地实力强、发展快的优质客户的信任，如马来西亚 KJ、泰国 LHK、印尼 UCC、阿联酋 Waterfall 等，形成了与国外竞争对手相抗衡的竞争格局。在东欧、中南美洲和韩国，市场拓展工作已初见成效。随着市场营销力度的加大和在业内的声誉初步提高，公司的竞争优势将逐步体现，有望在上述地区和国家取得市场领先的地位。在传统的美国和西欧市场，设备需求的主要特点是存量小、增量小，目前还主要由国外竞争对手所垄断。全球前五大制盖厂商包括英国 REXAM、美国 CROWNCORK、美国 BALL、日本 TOYO SEIKAN 和法国 IMPRESS，公司正积极与这些客户开展推广宣传和技术交流工作，增强交流、增进互信。目前，公司已与上述部分客户开始合作和提供服务。

4. 募投项目：扩充主业产能，提升零部件自制率

4.1. 募投项目介绍

公司此次募集资金主要投向易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目、易拉盖高速生产设备零备件制造项目、企业技术中心建设三个项目及用于主营业务发展所需的营运资金。易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目、易拉盖高速生产设备零备件制造项目两个项目建设期均为 1.5 年，企业技术中心建设项目建设期 1 年。一方面有利于提升公司的生产能力和核心竞争力，另一方面又加大对研发的投入，引进科研设备和人员，增强公司的研发实力，进一步提高公司自主创新能力。

表 1：主要募投项目及投资进度

序号	项目名称	项目资金 (万元)	预计项目投资进度 (万元)			
			第一年	第二年	第三年	第四年
1	易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目	14,135.71	5,401.50	4,648.23	2,176.26	1,909.72
2	易拉盖高速生产设备零备件制造项目	6,432.31	3,467.37	2,509.70	189.75	265.49
3	企业技术中心建设项目	2,542.55	2,442.55	100		
	合计	23,110.57	11,311.42	7,257.93	2,366.01	2,175.21

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

4.2. 募投项目带来业绩贡献

易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目全部达产后，将新增年产 3 套易拉盖高速生产整线设备、8 套易拉盖组合盖设备、4 套易拉盖基础盖设备、12 套易拉盖生产设备系统改造的生产能力，预计正常年营业收入 18,600 万元。

表 2：易拉盖高速生产成套设备制造及系统改造项目达产后新增产能

序号	产品名称	单位	第二年	第三年	第四年
1	易拉盖高速生产成套设备	套	1	2	3
2	易拉盖组合盖设备	套	2	4	8
3	易拉盖基础盖设备	套	1	2	4
4	易拉盖生产设备系统改造	套	4	8	12
	合计	套	8	16	27

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

易拉盖高速生产设备零备件制造项目产品包括刻线刀、拉环模具易损件、盖模模具易损件、基本盖盖模易损件以及易拉盖生产设备机械传动系统备件，项目第二年开始小批量投产，生产负荷为 20%，第三年生产负荷达 60%，第四年开始满负荷生产。项目建成后预计正常年营业收入 7,900 万元。

表 3：易拉盖高速生产设备零备件制造项目

序号	产品名称	单位	产量
1	刻线刀	件	1500
2	拉环模具易损件	件	15000
3	盖模模具易损件	件	8000
4	基本盖盖模易损件	件	2000
5	易拉盖生产设备机械传动系统备件 (包括同步带、带轮、下盖器、推盖轮等)	件	20000
	合计	件	46500

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

5. 盈利预测及估值

5.1. 盈利预测

我们预计 2013 年-2015 年公司营业收入 314.2 百万元、354.7 百万元、441.7 百万元，同比增长 25.3%、12.9%、24.5%，实现归属母公司净利润 100.8 百万元、116.7 百万元、148.3 百万元，分别同比增长 13.6%、15.8%、27.1%，假设按照新发行 473 万股计算，对应的 EPS 为 2.00 元、2.32 元、2.95 元。

5.2. 合理价值区间为 50 元-64 元

公司主要产品包括易拉盖高速生产成套设备、易拉盖生产设备系统改造、相关精密模具、零备件等，随着国内人们消费水平的提升，对食品饮料包装提出了更高的要求，金属包装凭借着独有的优势将在啤酒、软饮料等领域逐渐取代纸包装、塑料包装及玻璃瓶装，未来公司有望取得快速的增长。我们选取了长荣股份、东方精工、达意隆以及自动化领域的金明精机、天奇股份等公司作为估值可比公司，可比公司对应的 2013 年的动态市盈率平均值为 34.9 倍，我们认为给予公司 2013 年动态市盈率 25 倍-32 倍较为合理，对应的合理价值区间为 50 元-64 元。

表 4：可比公司盈利预测及估值水平

股票代码	股票名称	股价		EPS		PE			PB
		2014/1/16	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	
300195	长荣股份	31.51	1.05	1.19	1.53	30.0	26.5	20.6	3.43
002611	东方精工	12.39	0.36	0.31	0.38	34.4	39.3	32.3	2.37
002209	达意隆	7.00	0.17	0.16	0.19	41.2	44.1	36.0	2.26
300281	金明精机	12.60	0.88	0.53	0.70	14.3	23.8	17.9	1.44
002009	天奇股份	12.38	0.22	0.30	0.43	56.3	40.9	29.1	5.14
	均值	15.18	0.54	0.50	0.65	35.2	34.9	27.2	2.93

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

6. 风险提示

- 公司订单稳定性与持续性风险
- 产能扩大导致的产能消化风险
- 创业团队核心成员的流失风险
- 市场竞争风险
- 产品价格波动的风险
- 出口业务变动风险
- 与竞争对手 STOLLE 公司美国诉讼的风险

财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月14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	173.6	250.8	314.2	354.7	441.7	成长性					
减:营业成本	83.6	124.2	166.4	183.5	227.6	营业收入增长率	99.3%	44.4%	25.3%	12.9%	24.5%
营业税费	1.0	1.4	1.3	1.8	2.2	营业利润增长率	72.0%	47.9%	14.8%	16.3%	28.2%
销售费用	3.8	4.6	5.8	6.7	8.2	净利润增长率	66.0%	45.7%	13.6%	15.8%	27.1%
管理费用	16.2	20.9	26.2	30.7	36.9	EBITDA 增长率	73.0%	44.7%	20.4%	19.9%	27.2%
财务费用	1.6	0.4	1.0	0.1	-2.3	EBIT 增长率	74.7%	45.0%	15.3%	15.3%	26.4%
资产减值损失	0.5	0.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	74.5%	41.1%	15.4%	15.3%	26.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	141.3%	60.3%	93.1%	18.3%	20.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	49.6%	69.6%	45.4%	110.5%	22.1%
营业利润	66.9	98.9	113.5	131.9	169.2	利润率					
加:营业外净收支	2.9	5.5	5.1	5.3	5.2	毛利率	51.9%	50.5%	47.0%	48.3%	48.5%
利润总额	69.8	104.4	118.6	137.3	174.4	营业利润率	38.5%	39.4%	36.1%	37.2%	38.3%
减:所得税	8.9	15.7	17.8	20.6	26.2	净利润率	35.1%	35.4%	32.1%	32.9%	33.6%
净利润	60.9	88.7	100.8	116.7	148.3	EBITDA/营业收入	40.9%	41.0%	39.4%	41.9%	42.8%
						EBIT/营业收入	39.4%	39.6%	36.4%	37.2%	37.8%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	45	40	61	98	106
货币资金	63.7	82.2	78.6	334.9	415.1	流动营业资本周转天数	67	100	124	125	125
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	373	458	484	567	654
应收帐款	22.8	13.9	42.3	17.6	55.1	应收帐款周转天数	33	26	32	30	30
应收票据	7.5	43.0	18.1	34.7	45.5	存货周转天数	128	184	212	197	191
预付帐款	44.9	102.8	95.1	107.6	126.3	总资产周转天数	455	533	611	760	832
存货	74.6	182.3	187.5	200.0	267.8	投资资本周转天数	134	171	246	314	301
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	47.1%	40.5%	31.6%	17.4%	18.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	23.4%	18.4%	17.2%	12.8%	13.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	157.6%	92.2%	66.3%	39.6%	42.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	24.7	31.5	74.6	118.5	142.4	销售费用率	2.2%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
在建工程	13.4	17.4	78.3	90.5	68.5	管理费用率	9.3%	8.4%	8.4%	8.7%	8.4%
无形资产	8.5	8.4	8.2	8.0	7.8	财务费用率	0.9%	0.2%	0.3%	0.0%	-0.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.5%	10.3%	10.5%	10.5%	9.7%
资产总额	260.2	481.8	584.3	912.7	1,129.6	偿债能力					
短期债务	26.1	10.1	28.5	-	-	资产负债率	50.3%	54.5%	45.5%	26.5%	27.5%
应付帐款	11.1	16.7	30.9	16.1	42.0	负债权益比	101.3%	119.8%	83.3%	36.1%	37.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.67	1.62	1.71	2.91	2.95
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.09	0.93	0.95	2.07	2.08
长期借款	-	-	16.2	-	-	利息保障倍数	42.33	234.05	111.802	561.93	-72.16
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	130.9	262.6	265.6	241.9	310.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	0.1	0.1	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	46.0	46.0	46.0	50.3	50.3	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	83.2	171.9	272.7	620.5	768.7						
股东权益	129.3	219.2	318.7	670.8	819.0						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	60.9	88.7	100.8	116.7	148.3	EPS(元)	1.21	1.76	2.00	2.32	2.95
加:折旧和摊销	2.6	3.5	9.4	16.5	22.0	BVPS(元)	2.57	4.36	6.34	13.34	16.28
资产减值准备	0.5	0.3	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	1.7	0.6	1.0	0.1	-2.3	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-37.5	-30.2	-34.1	5.1	-66.4	CAGR(%)	24.2%	18.7%	40.1%	24.2%	18.7%
经营活动产生现金流量	25.2	42.7	77.0	138.4	101.5	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-21.7	-14.2	-113.1	-72.6	-23.7	ROIC/WACC	27.2	15.9	11.5	6.8	7.3
融资活动产生现金流量	-2.9	-17.2	32.4	190.6	2.3	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

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
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	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

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

