

# 金字火腿 (002515)

## 谋转型 欲整合 见未来

推荐 (维持)

2014 年 7 月 18 日

证券分析师: 姜飞

S0600511010007

0512-62938651

jiangfei@gsjq.com.cn

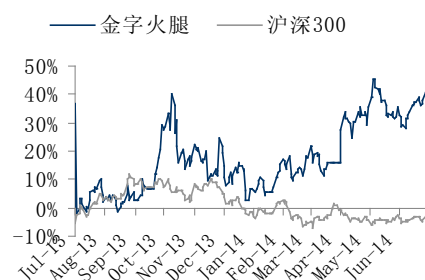
### 盈利预测与估值

	2012	2013	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	184.72	202.89	221.88	261.07
同比 (%)	4.99%	9.84%	9.36%	17.66%
净利润 (百万元)	35.57	22.59	30.45	40.61
同比 (%)	-27.81%	-36.49%	34.78%	33.38%
毛利率 (%)	47.05%	38.27%	40.28%	42.77%
净利率 (%)	19.26%	13.76%	16.96%	19.23%
每股收益 (元)	0.25	0.16	0.21	0.28
P/E	69.90	110.07	81.67	61.23
P/B	2.95	2.92	2.87	2.79

### 投资要点

- **行业龙头, 引领行业升级与创新。**公司是中式火腿行业的龙头企业, 市场占有率连续多年位居首位。主导产品为火腿和火腿制品, 占比合计 87%。公司也是行业升级与创新的领先者, 在品牌建设、产品品类创新、餐饮商超渠道开发等方面处于领先水平, 保障食品安全与品质。公司是家族企业, 实际控制人董事长施廷军持股 27.7%。管理层成员基本都持有股份, 并具有 10 年以上的经验, 有利于公司的长期稳定发展。
- **传统火腿构筑竞争壁垒, 西式火腿想象空间大。**金华火腿作为我国具有世界知名度的传统食品品牌, 品牌与原产地保护优势构筑了护城河。但近年来行业发展徘徊不前, 三公限制更导致多数企业处于亏损被淘汰边缘, 行业集中度有进一步提升的空间公司作为行业龙头未来两年有望迎来整合并购良机。纵观世界, 中国火腿的消费量与国外有较大差距, 西式发酵火腿在欧洲相当受追捧, 而目前国内仅在沿海一些城市形成了西式火腿消费风潮, 全国市场渗透率很低, 潜在消费空间大。
- **公司积极实施战略转型。**为应对高端市场下滑影响, 公司提出“去三化”战略: 去特产化、去区域化、去不方便化。通过系列举措拓展大众市场和家庭消费: 一是产品创新, 继续开发火腿菜和调味品, 满足快节奏生活下的即食、便捷消费需求; 二是市场聚焦, 将资源、精力集中于上海、杭州、金华、广东、北京等消费比较成熟的市场, 三是渠道调整, 加大商超销售的占有率, 加强与大卖场的合作, 并积极发展电商, 2013 年电商销售 2000 万元, 2014 年的目标是增长 1 倍左右。
- **盈利预测。**公司作为行业龙头, 具备规模优势、品牌优势、管理团队优势等先发优势, 亦将受益于行业整合。预计 14-15 年 EPS 分别为 0.21、0.28, 目前股价对应 PE 较高, 但绝对市值较小。考虑公司目前正在筹划增发事宜, 实施后将有利于提升公司运营和产业链延伸能力。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险; 由于消费习惯问题, 新产品和市场推广低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	17.35
一年最低价/最高价	12.30 / 18.80
市净率	2.9
流通A股市值 (百万元)	1519.9

### 基础数据

每股净资产 (元)	5.96
资产负债率 (%)	22.8
总股本 (百万股)	143.33
流通A股 (百万股)	87.60

### 相关研究

1. 《食品饮料行业 2014 年度策略报告——下一个十年: 开启整合并购时代》2013/12/12
2. 《金字火腿: 转型谋新, 前景广阔》2014/3/28
3. 《金字火腿 2013 年报点评: 困境中夯实基础, 布局长远》2014/4/10
4. 《食品饮料行业 2014 年中期投资策略——大整合时代: 裂变与机会》2014/6/20

## 目录

1. 公司概况 .....	3
1.1. 金华火腿行业龙头 .....	3
1.2. 股权结构清晰，管理团队稳定 .....	4
2. 行业：金华火腿壁垒高，西式火腿潜力大 .....	4
2.1. 品牌、营养价值与原产地优势构筑高壁垒 .....	4
2.2. 行业低谷期整合有望加速，龙头金字将受益 .....	7
2.3. 西式发酵火腿国内市场渗透率低，潜在空间大 .....	8
3. 竞争优势显著 .....	9
4. 实施战略调整，潜力可期 .....	9
4.1. 产业链布局与国际接轨 .....	9
4.2. 产品体系与大众市场接轨，打造火腿厨房 .....	10
4.3. 聚焦重点市场区域，发力电商渠道 .....	11
5. 盈利预测与评级 .....	11
6. 风险提示 .....	11

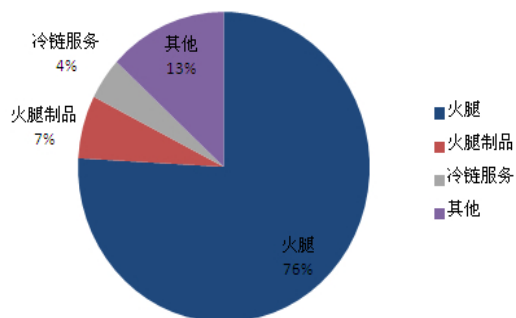
## 1. 公司概况

### 1.1. 金华火腿行业龙头

金字火腿前身为 1994 年 11 月成立的金华市火腿有限公司，于 2008 年 2 月整体变更设立股份公司，总部位于浙江金华，为业内首家 A 股上市公司。公司是中式火腿行业的龙头企业，市场占有率在 30% 以上，连续多年位居行业首位。公司也是行业升级与创新的领先者，是《地理标志产品—金华火腿》国家标准的主要起草单位，是业内首个国家农产品技术研发专业分中心，及首家通过 GMP 认证的企业。公司还积极探索产业创新，在品牌建设、产品创新、渠道开发等方面处于行业领先水平。

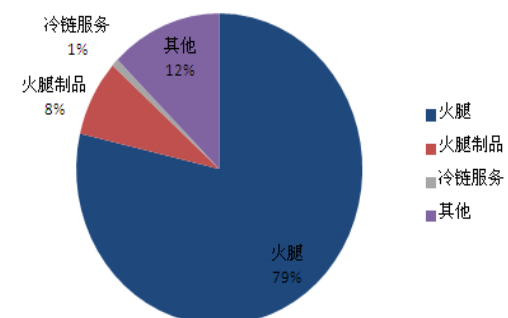
公司主导产品为火腿和火腿制品，2013 年，两者合计贡献收入的 83%，毛利的 87%；冷链服务是公司在产业链上布局的新业务，2013 年分别贡献收入的 4%，毛利的 1%，尽管占比不大，但在产业链延伸上对公司具有战略意义。

图 1 公司 2013 年收入构成



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 2 公司 2013 年毛利润构成



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司 2007-2013 年营业收入年复合增长率为 12%，尤其是 2010 年以来增速下滑至个位数，主要原因是传统火腿市场萎缩，而西式的巴玛火腿仍在市场培育阶段，定位高端消费市场，因遭遇三公消费限制销售难以放量。

图 3 公司收入增长



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 4 公司净利润增长

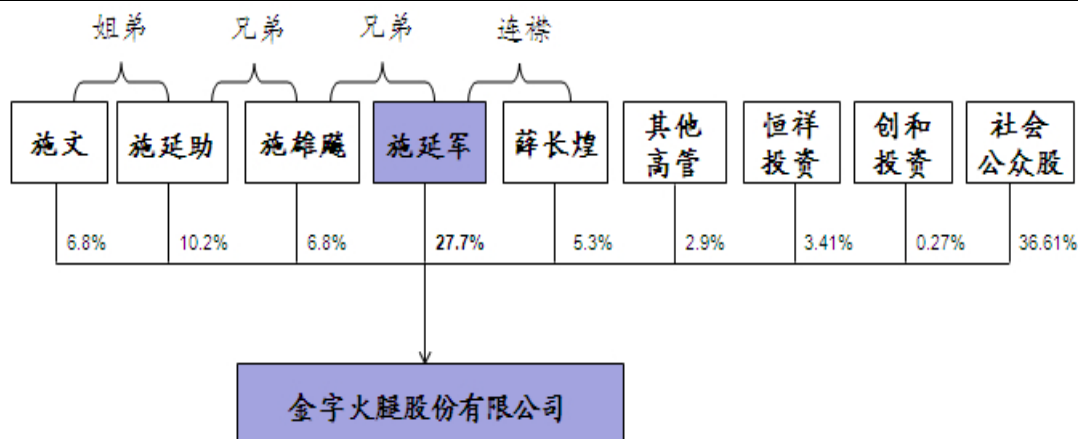


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构清晰，管理团队稳定

公司是家族企业，实际控制人施廷军家族（施廷军、施雄彪、施廷助、施文和薛长煌）合计持股 8142.7 万股，占总股本的 56.81%，其中董事长施廷军持股 27.7%。公司管理层成员多数持有一定股份，并具有丰富的行业实战经验，有利于公司的长期稳定发展。

图 5 公司股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 行业：金华火腿壁垒高，西式火腿潜力大

### 2.1. 品牌、营养价值与原产地优势构筑高壁垒

金华火腿历史悠久，风味独特，享有国际声誉。金华火腿始于唐，盛于宋，距今已有 1200 多年历史，清时被列为贡品，与龙井茶、绍兴酒齐名而被称为“浙江三宝”之一，其传统腌制技艺入选第二批国家非物质文化遗产。金华火腿先后于 1905 年在德国莱比锡国际博览会和 1915 年在巴拿马万国商品博览会上分别荣获金奖，是我国为数不多的具有世界知名度的传统食品品牌。目前金华火腿约占全国 75% 的中式火腿市场份额，名列全国“三大名腿”榜首。

表 1 金华火腿美誉度和知名度

时间	所获奖项
1905 年	德国莱比锡国际博览会金奖
1913 年	南洋劝业会奖状
1915 年	巴拿马万国商品博览会金奖
1929 年	杭州西湖商品博览会上获商品质量特别奖
1981 年	国家优质产品金质奖章
1985 年	蝉联国家优质食品金质奖章
1995 年	首批百家中国特产之乡命名宣传活动组委会授予金华市“中国金华火腿之乡”称号
2002 年	被国家质检总局批准为原产地域保护产品

资料来源：东吴证券研究所整理

**金华火腿具有较高的营养价值。**金华火腿经过长时间发酵具有丰富的营养价值，富含多种微量元素和氨基酸。据检测，传统金华火腿每百克可食用部分中含有蛋白质 16.4 克、脂肪 51.4 克、热能 528 千卡、钙 88 毫克、磷 146 毫克、铁 3 毫克。上海市食品研究所经对游离氨基酸比例测定，火腿中还有 18 种氨基酸，其中 8 种是人体不能自行合成而火腿所特有的。火腿经过腌制发酵分解，各种营养成分更容易被人体吸收。

此外，与普通的肉制品比较，金华火腿的肥膘油酸、硬脂酸和亚油酸含量较高，这对阻止动脉硬化具有良好的作用，同时金华火腿的胆固醇含量低于牛肉、鸡肉等。

**表 2 金华火腿与鲜肉所含的各种游离氨基酸含量比较（%）**

营养成分	金华火腿 (g/100g)	鲜肉 (g/100g)	高出比例
天门冬氨酸	3.157	1.8328	1.32
苏氨酸	1.555	0.8888	0.67
胱氨酸	0.3933	0.0826	0.31
谷氨酸	5.4584	3.0744	2.38
甲硫氨酸	0.9649	0.5755	0.39
甘氨酸	1.6166	1.6166	0.00
缬氨酸	1.8187	0.9571	0.86
丙氨酸	2.1309	1.2083	0.92
异亮氨酸	1.6261	0.8761	0.75
亮氨酸	3.0041	1.6994	1.30
酪氨酸	1.1335	0.6868	0.45
苯丙氨酸	1.1709	0.6276	0.54
组氨酸	1.508	0.7927	0.72
赖氨酸	3.1636	1.7931	1.37
精氨酸	2.1383	1.4098	0.73
<b>氨基酸总量</b>	<b>30.8393</b>	<b>18.1216</b>	<b>12.72</b>

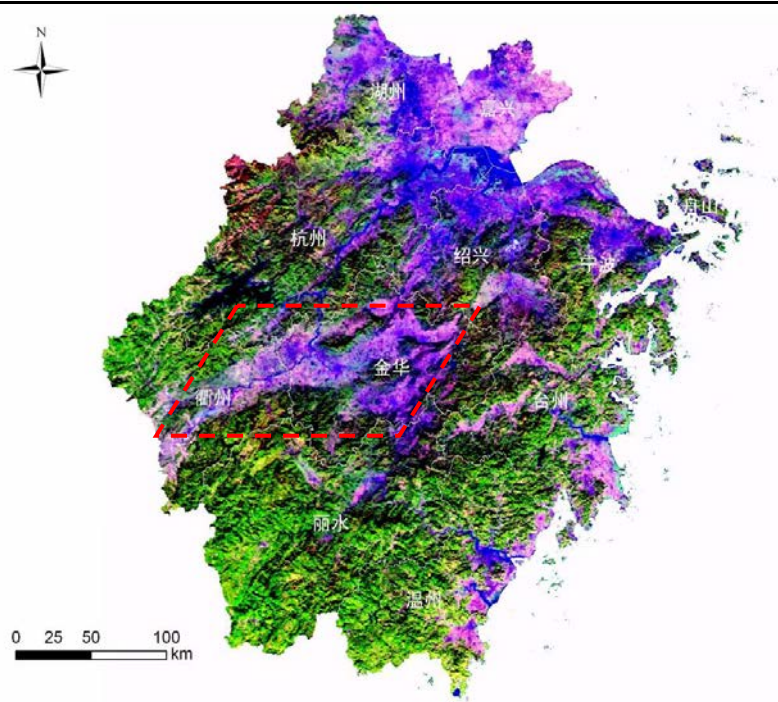
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**金华火腿还是一种药膳食品，具有滋补功能。**火腿有和中益肾之功效，是中国饮食文化中医食同源的典型代表，是老少皆宜的滋补品。自古我国的许多医经、药典，如《中药大辞典》、《随息居饮食谱》、《本草纲目拾遗》等都对火腿的营养以及药理有过阐述：指出“火腿味甚美，甲于珍馐，养表补虚，为极品”，而且“火腿有和中、益肾、养胃气、补虚劳、生津、益血脉、固骨髓”之功能。

**原产地属性显著，生产条件具有不可复制性。**金华市地处金衢盆地，“三面环山夹一川，盆地错落涵三江”独特地貌，加之全区气候温暖，四季分明，梅雨和三伏天异常明显，非常适宜于金华火腿低温腌制，中温干燥，高温成熟的独特工艺，自然条件得天独厚。传统金华火腿的生产，正是在这种特定的自然环境中，选用当地特种猪“两头乌”为原料，按照千百年来传承的工艺精制而成。



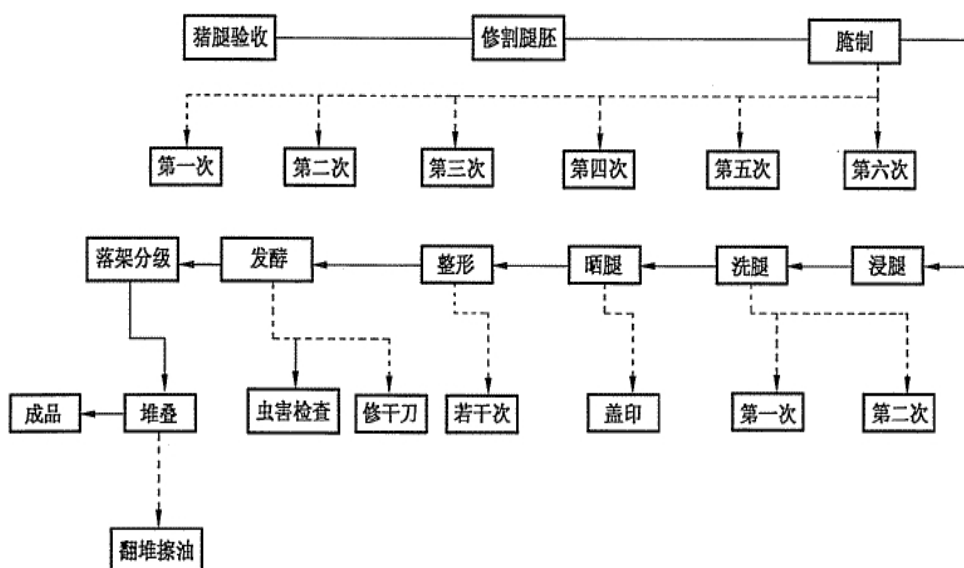
图 6 金华地貌特征独特



资料来源：东吴证券研究所

金华火腿对生产环境和加工工艺的要求比较高，制作工艺繁杂，需 36 道工序精工细作，其中最具代表性 5 道工序是：修胚、上盐，洗晒，整形，闻香。历史上省内不少地方引进金华火腿加工技术发展火腿生产，如眉州火腿、如皋火腿和恩施火腿等等，虽获得成功，但因原料、自然环境条件不尽相同，却都难以与金华火腿媲美。此外金华火腿实施国家地理标志产品保护，只有在原产地域及证明商标保护范围内生产的火腿才能称之为金华火腿，形成了很高的生产壁垒。

图 7 金华火腿加工工艺流程图

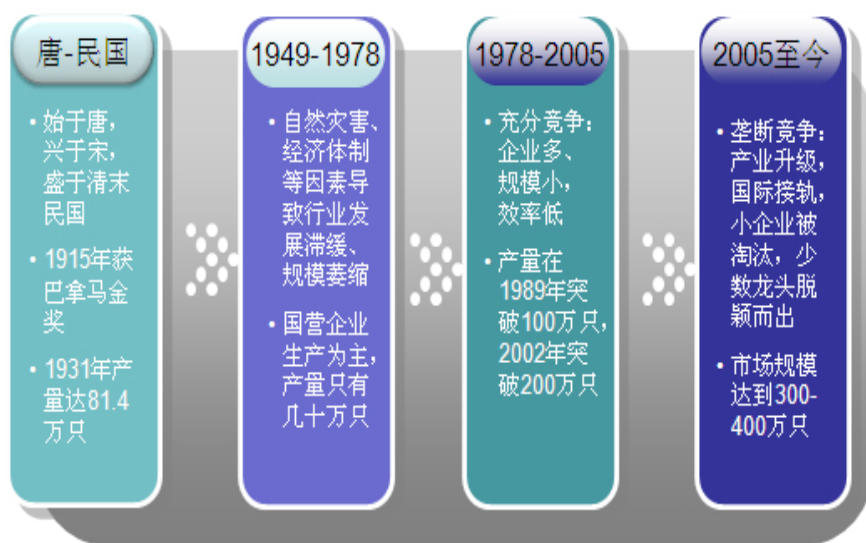


资料来源：《地理标志产品金华火腿国家标准（GB/T19088-2008）》

## 2.2. 行业低谷期整合有望加速，龙头金字将受益

从行业演变看，金华火腿大致历经四个发展阶段：第一阶段为唐代至民国时期，传统工艺的成熟度和知名度逐渐提升，到清末民国达到鼎盛，但仍以作坊式生产为主；第二阶段为建国后到改革开放前，计划经济等因素导致行业发展经历了短暂的滞缓期，产销规模萎缩；第三阶段为改革开放到 2005 年，在政策鼓励下市场充分竞争，行业步入跨越式发展，但企业多、规模小，生产效率低下仍是主要特征；第四阶段是 2005 年至今，行业呈现规模化、产业化和品牌化竞争格局，初步形成整合集中态势。

图 8 金华火腿行业发展演进



资料来源：东吴证券研究所

行业在 1-2 年内达到景气最低点的概率较大。由于仍存在较多作坊生产企业，金华火腿行业整体发展水平不高。随着国家对食品质量监管力度的加强，以及领先企业通过工艺改良和引进西式先进设备实现加速扩张，少数龙头在规模、技术和品牌等方面的优势在产品竞争中越来越突出，而众多依然沿用传统生产方式作坊式企业，因没有通过 QS 认证和规模较小而被市场逐渐淘汰。金华火腿原有生产企业 300 多家，2005 年国家实施食品质量安全（QS）市场准入制之后，2006 年通过 QS 认证的企业仅有 138 家，到 2012 年底已减少到约 88 家。现在有生产能力的有 50、60 家，而实际生产仅有 40 多家。多数企业处于亏损被淘汰的边缘，今明两年应该是行业最差的阶段，金字火腿作为行业龙头未来两年有望迎来整合并购良机。行业一旦重新洗牌，竞争格局将会发生重大转变，大型火腿生产企业的规模经济凸现，优势资源开始迅速地向现代化的行业龙头企业集中。

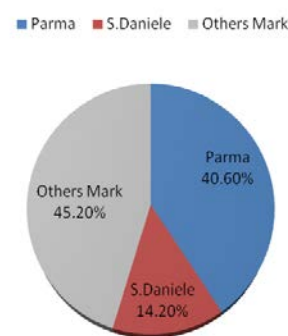
火腿加工业发达国家也经历了由分散走向集中的过程。根据 AC Nielsen 的统计显示，2008 年意大利火腿市场，仅 Parma 和 S.Daniele 两大火腿品牌的市场占有率就高达 54.8%。

图 9 金华火腿市场集中度不断提高



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10 2008 年意大利火腿行业市占率情况



资料来源：AC Nielsen，东吴证券研究所

### 2.3. 西式发酵火腿国内市场渗透率低，潜在空间大

火腿是一种在世界范围内流行很广的猪肉制品，目前除少数宗教国家外，几乎各国都有生产和销售。在欧洲，火腿是顶级食材之一，被奉为“欧洲九大传奇食材之首”，其受热捧程度远远超过国内。西班牙、意大利已达到 3000、4000 万只，而我国年产量仅 500 万只左右，与世界水平差距很大。

表 3 中西火腿消费水平比较

国别	人口（万）	年产量（万只）	人均消费量（只）
西班牙	4670	3000	0.642
意大利	5968	4000	0.670
法国	6558	1000	0.152
美国	31752	1000	0.031
中国	136072	500	0.004

资料来源：公司世界火腿博览馆，东吴证券研究所

产品类型单一、附加值低是中国火腿行业发展缓慢的重要原因。而金华火腿由于缺乏大型企业、传统生产模式限制产能、消费区域性等问题，行业发展缓慢，产量近 10 年来一直在 400 万只的规模水平徘徊。随着金字火腿等龙头企业通过引入国外先进设备、工艺改造使得规模快速提升，并有望通过产品创新、品牌推广等方式推动火腿逐渐成为大众消费品。

西式火腿符合未来高品质慢生活的消费需求。西式火腿与红酒是绝佳食物搭配，在打开味蕾上可谓珠联璧合，在西班牙等欧洲国家是聚餐招待的必备之物。随着中国人红酒消费习惯的形成，也间接培养了西式火腿的潜在消费市场。目前仅在东部沿海部分城市形成了火腿消费时尚，在全国市场仍是空白，潜在消费市场空间非常大。



图 11 巴玛火腿+红酒为品质慢生活注脚



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

### 3. 竞争优势显著

**规模先发优势。**火腿是一种需要较长生产周期的发酵肉制品，传统金华火腿从新鲜猪腿到最终产品整个过程经过 10 个月左右的时间，而巴玛火腿整个的制作周期更是长达 36 个月，通常存放发酵时间越长的火腿价格也越高。公司产能已达到 100 万只，库存约 120 万只。

**技术与质量优势。**公司是业内首个国家农产品技术研发专业分中心，业内首家通过 GMP 认证的企业，产品品质和食品安全控制水平处于行业领先水平。公司 13 年从德国引进了价值数百万的包装设备，产品包装实现与欧洲市场同步，在卖相和方便化上都有较大提升，能吸引消费者食欲。公司与全国各大商超卖场、餐饮酒店、食品加工企业均有良好的合作关系，旗下高端品牌巴玛发酵火腿已与中国国际航空、中国东方航空及北京洲际酒店、上海希尔顿酒店、广州铂尔曼大酒店、杭州凯悦酒店等星级酒店拥有良好合作关系。

**团队优势。**公司董事长施延军先生专注火腿事业几十年，公司人员也很稳定，高管至少 10 年以上经验，骨干人员均有股份。团队的稳定有利于公司的持续良性发展。

### 4. 实施战略调整，潜力可期

#### 4.1. 产业链布局与国际接轨

公司在上海的重点布局为将来的国际化业务延伸奠定基础。2013 年公司在上海自贸区成立合资子公司，以打造巴玛火腿的国际化合作全产业链。同时在上海建立巴玛火腿生产基地，目前工厂改造已经完成，并投入使用，营销团队建设正有序进行。

公司的冷冻食品城是浙江省最大的冷冻和配送物流基地。该基地拥有 6 万吨的冷库存储能力（未来可达到 10 万吨），5 万平方的交易中心，

有 20 多台配套的冷藏车用于物流配送，除部分自用外，以对外出租为主。该项目对完善产业链有重要意义，公司可在猪价低迷时期可以加大采购力度，平抑采购成本，公司成本控制能力得到加强。目前冷库已经全部开始运行，存放率在 75% 以上，目前拿到了海关的进口冷冻肉指定存储的资格，未来可以存放进口冷冻肉和药品。交易中心分两期开发，一期的冻品市场已经开业；二期为干货市场，尚未开业，13 年经营户的贸易额达到 9 个亿。

近期公司又剥离了盈利能力较弱的金字生态园，进一步集中精力聚焦主业。

#### 4.2. 产品体系与大众市场接轨，打造火腿厨房

产品定位调整。我国火腿普遍被用作烹饪的主料和辅料，而国外火腿一般直接被作为营养丰富的即食肉制品食用。向休闲即食的大众食品、快速消费品发展，是火腿未来方向之一。为培育和开拓新的消费市场，公司产品定位为健康的发酵肉制品，重点开拓符合健康和消费升级需求的低盐火腿和巴玛火腿，在立足传统特产礼品基础上以多种产品形态走进家庭消费，向大众市场切入。

为此，公司提出火腿要“去三化”：去特产化、去区域化、去不方便化。去特产化是要从原来的礼品转向家庭消费，去区域化是为了从江浙走向全国，方便化是通过包装创新适应家庭消费需求。

具体措施上，一个是产品开发创新，家庭消费有炒菜和调味两类。炒菜方面，从火腿与菜品的关联角度开发新的火腿菜，未来把火腿的菜谱和配菜做成二维码，配以宣传和引导，使家庭主妇由其是年轻人可以直接通过 APP 和二维码扫描即可以直接看到菜单。调味品方向主要是高汤，还有其他特色肉制品，比如腊肠、香肠等，这些产品搭配在一起，共同组成了系列化产品，满足家庭消费的需要。二是通过渠道建设和品牌推广，并借助电商，达到点对点的销售。

图 12 金华火腿宴



资料来源：东吴证券研究所

### 4.3. 聚焦重点市场区域，发力电商渠道

为应对市场调整，未来重点市场将聚焦消费成熟区域。公司上市之后曾快速向全国拓展市场和渠道，但巴玛火腿的推广低于预期。公司对全国市场进行了重新划分：江浙和上海作为主销区，广州、北京和山东作为潜力区，中西部地区作为待开发区。未来公司有望将资源、精力集中于上海、杭州、金华、广东、北京等消费比较成熟的市场。

传统渠道上，公司会在终端上加大商超销售的占有率，尤其是与大卖场加强合作；酒店渠道会继续做，并开发一些适应需求的半成品；与国内大型食品加工公司合作，做其原料或者半成品供应商。

积极布局电商渠道。公司电商团队是从 11 年底开始组建，线上先后入驻天猫旗舰店、1 号店和京东商城，并建有金字火腿旗下官方食品商城——巴玛商城。公司还是 13 年成立的金华市网商协会的首届会长单位，该平台为公司发展电商提供了一定有利条件。从销售收入看，电商渠道 12 年实现销售 800 多万，13 年实现销售 2000 万，14 年目标是增长 1 倍左右。基于移动电商的快速发展，公司未来电商品牌推广的重点将更加注重移动互联网媒体的营销。

## 5. 盈利预测与评级

公司作为行业龙头，具备规模优势、品牌优势、管理团队优势等先发优势，未来随着新产品推广和渠道拓展，具备很大的发展潜力，同时也将受益于行业整合。预计 14-15 年净利润增长 35%、34%；EPS 分别为 0.21, 0.28，目前股价对应 PE 较高，但绝对市值很小。再公司目前正在筹划增发事宜，大股东控制的公司现金认购全部股票。增发完成后将有利于改善公司良性运营、未来业务发展以及产业链延伸等方面的资金需求。维持“增持”评级。

## 6. 风险提示

食品安全潜在风险。尽管近年来地方政府强化了金华火腿的监管力度，严格市场准入机制，并按照 QS 认证要求对生产企业进行严格的定期和不定期检查。但如果行业内个别企业发生严重的产品卫生、质量问题被曝光，所产生的负面影响将会波及整个金华火腿行业，对金华火腿形象造成损害。

西式火腿作为舶来品，由于消费习惯、价格定位等因素，巴玛火腿消费市场培育缓慢，创新产品推广不如预期。

附表：盈利预测表

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E
货币资金	300.65	31.37	50.17	113.89	营业收入	184.72	202.89	221.88	261.07
应收和预付款项	23.51	35.62	32.67	46.94	减：营业成本	97.81	125.23	132.52	149.41
存货	272.08	289.63	304.76	365.41	营业税金及附加	0.80	1.83	1.18	1.38
其他流动资产	84.24	161.41	161.41	161.41	营业费用	40.73	42.35	43.27	52.21
长期股权投资	10.00	138.94	138.94	138.94	管理费用	15.84	20.38	19.97	23.50
投资性房地产	12.69	26.08	23.26	20.44	财务费用	-1.75	18.46	4.78	-2.36
固定资产和在建工程	337.60	446.66	399.67	352.49	资产减值损失	-0.06	0.36	0.00	0.00
无形资产和开发支出	24.85	28.63	25.50	22.36	加：投资收益	3.01	32.12	18.00	18.00
其他非流动资产	0.00	1.12	0.56	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1065.62</b>	<b>1159.46</b>	<b>1136.94</b>	<b>1221.88</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>34.36</b>	<b>26.39</b>	<b>38.17</b>	<b>54.92</b>
应付和预收款项	20.67	48.10	1.51	54.34	加：其他非经营损益	4.99	7.87	6.00	6.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>39.34</b>	<b>34.26</b>	<b>44.17</b>	<b>60.92</b>
其他负债	202.47	217.68	217.68	217.68	减：所得税	3.77	6.34	6.54	10.73
<b>负债合计</b>	<b>223.13</b>	<b>265.78</b>	<b>219.19</b>	<b>272.02</b>	<b>净利润</b>	<b>35.57</b>	<b>27.92</b>	<b>37.63</b>	<b>50.19</b>
股本	143.33	143.33	143.33	143.33	减：少数股东损益	0.00	5.33	7.18	9.58
资本公积	531.22	531.22	531.22	531.22	<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>35.57</b>	<b>22.59</b>	<b>30.45</b>	<b>40.61</b>
留存收益	167.93	176.19	193.09	215.62	<b>财务和估值数据摘要</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>842.48</b>	<b>850.74</b>	<b>867.63</b>	<b>890.17</b>	营业收入	184.72	202.89	221.88	261.07
少数股东权益	0.00	42.94	50.12	59.69	增长率(%)	4.99%	9.84%	9.36%	17.66%
<b>股东权益合计</b>	<b>842.48</b>	<b>893.68</b>	<b>917.75</b>	<b>949.86</b>	归属母公司股东净利润	35.57	22.59	30.45	40.61
负债和股东权益合计	1065.62	1159.46	1136.94	1221.88	增长率(%)	-27.81%	-36.49%	34.78%	33.38%
<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	每股收益(EPS)	0.248	0.158	0.212	0.283
经营性现金净流量	35.52	14.03	10.63	58.85	销售毛利率	47.05%	38.27%	40.28%	42.77%
投资性现金净流量	-39.21	-183.69	20.50	20.50	销售净利率	19.26%	13.76%	16.96%	19.23%
筹资性现金净流量	135.54	-37.53	-12.33	-15.62	市盈率(P/E)	69.90	110.07	81.67	61.23
<b>现金流量净额</b>	<b>131.84</b>	<b>-207.20</b>	<b>18.80</b>	<b>63.73</b>	市净率(P/B)	2.95	2.92	2.87	2.79

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>