

## 携手上海钢联打造石化电商平台潜力巨大

■与山东隆众及上海钢联携手打造石化电商交易平台。公司参股 39% (为二股东) 的上海志商石化产品交易平台成立于 2014 年, 致力于打造集在线交易、支付结算、仓储物流、在线融资及配套服务为一体的第三方石化产品现货交易平台, 目前交易品种主要以硫磺为主。上海志商大股东为山东隆众信息技术有限公司 (由上海钢联参股 25% 并派驻 2 位董事), 旗下拥有隆众石化网, 是集石化专业资讯、一站式电子商务、企业信息化管理咨询为一体的国内知名的第三方信息服务网站, 拥有“隆众石化资讯”、“隆众石化商城”、“隆众石化通”三大平台。山东隆众 (及其股东上海钢联) 利用多年积累的线上资源, 结合三维工程在石化行业广泛的线下资源, 参照钢联模式, 力图打造全国领先的石化电商交易平台, 具有极大想象空间。

■石化线上交易市场前景广阔。作为具有大宗商品属性的石化工业产品, 其传统现货交易环节具有买卖双方信息不对称、中转物流及仓储成本高、货品流转具有安全隐患、资金占用量大、支付及交货存在信用风险等诸多痛点。采用电商化交易不仅可以极大程度减少经销商转手环节、降低交易成本和物流成本, 在电商提供的金融服务帮助下还可有效减缓资金压力、增强货款支付及货物交付保障。扣除具有一定垄断性质的石油燃料产品, 我国每年仅化学原料及制品、纤维及橡胶行业销售额就超过 10 万亿元, 未来电商化交易潜在市场空间巨大。

■主业稳健增长, 伺机向环保产业延伸。公司主营业务是为大型炼油、石化企业提供硫磺回收工程及服务, 此外依托所收购的青岛联信开展催化剂业务。公司 2014 年快报业绩增长 27%, 其中四季度单季增长 67%; 2014 年披露大额订单额达 6.2 亿元, 同比增长 87%, 订单趋势良好, 对业绩形成重要保障。未来公司在把握国内油品升级、大型煤化工发项目机会的同时, 依托“一带一路”战略积极开拓海外市场, 主业预计还将稳步增长。此外, 公司未来还将伺机通过外延扩张等手段加强在环保产业布局, 具有较大潜力。

■投资建议: 我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.46/0.60/0.79 元, 目前股价对应 2015/2016 年 PE 分别为 25/19 倍。考虑到公司目前仅 51 亿元市值, 而从事化工资讯及电商业务的生意宝市值达到 132 亿元 (收入及盈利仅为公司的 30%), 上海钢联目前市值达到 184 亿元, 未来电商业务推进对公司估值将带来极大边际作用。暂给予目标价 24 元 (80 亿市值, 对应 2015 年 40 倍市盈率), “买入-A”评级。

■风险提示: 经济减速促传统业务低于预期风险; 电商业务进度慢于预期风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	454.8	586.4	770.5	1,005.5	1,292.1
净利润	91.5	121.6	154.0	200.3	261.8
每股收益(元)	0.27	0.37	0.46	0.60	0.79
每股净资产(元)	2.51	2.90	3.05	3.54	4.17

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	55.3	41.6	32.9	25.3	19.3
市净率(倍)	6.1	5.2	5.0	4.3	3.6
净利润率	20.1%	20.7%	20.0%	19.9%	20.3%
净资产收益率	10.9%	12.6%	15.1%	17.0%	18.9%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%
ROIC	44.0%	35.0%	37.8%	42.7%	50.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

24 元

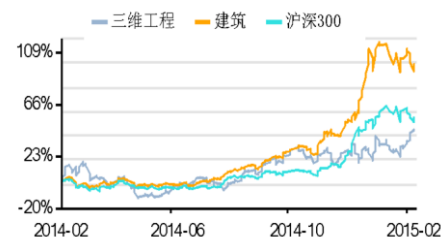
股价 (2015-02-04)

15.20 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,061.69
流通市值 (百万元)	3,829.71
总股本 (百万股)	333.01
流通股本 (百万股)	251.95
12 个月价格区间	9.66/16.92 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	8.34	-26.24	-47.11
绝对收益	4.61	9.12	7.34

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050002  
yangt@essence.com.cn  
0755-88285839

夏天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514110001  
xiatian@essence.com.cn  
021-68763692

报告联系人

宋易路

021-68766750  
songyl@essence.com.cn

相关报告

三维工程: 石化行业节能减 2010-08-20  
排先锋

## 目录

目录.....	2
1. 投资聚焦.....	3
2. 主业盈利与订单稳步增长，趋势良好.....	3
2.1. 公司过往业绩突出，技术优势明显.....	3
2.2. 订单和盈利趋势良好.....	4
2.3. 控股子公司青岛联信业绩极佳，协同效应明显.....	5
2.4. 财务表现十分稳健.....	5
3. 环保领域延伸具备基础，潜力较大.....	6
4. 开拓石化 B2B 电商市场想象空间极大.....	7
4.1. 石化线上交易市场前景广阔.....	7
4.2. 与山东隆众及上海钢联携手打造石化电商交易平台潜力巨大.....	7
4.2.1. 公司参股上海志商 39% 股权，打造第三方石化现货交易平台.....	7
4.2.2. 合作方隆众信息及上海钢联实力雄厚.....	8
5. 风险提示.....	9
6. 盈利预测、估值与投资建议.....	10

## 1. 投资聚焦

公司当前主业稳健增长，伺机切入污水处理等专业环保领域具有较好基础。此外，公司去年参股 39% 的上海志商，致力于打造集在线交易、支付结算、仓储物流、在线融资及配套服务为一体的第三方石化产品现货交易平台，目前交易品种主要以硫磺为主。上海志商大股东为山东隆众信息技术有限公司（由上海钢联参股 25% 并派驻 2 位董事），在石化咨询及电子商务领域具有极强实力。隆众信息（及其股东上海钢联）利用多年积累的线上资源，结合三维工程在石化行业广泛的线下资源，参照钢联模式，力图打造全国领先的石化电商交易平台，具有极大想象空间。

我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.46/0.60/0.79 元，目前股价对应 2015/2016 年 PE 分别为 25/19 倍。考虑到公司目前仅 51 亿元市值，而从事化工资讯及电商业务的生意宝市值达到 132 亿元（收入及盈利仅为公司的 30%），上海钢联目前市值达到 184 亿元，未来电商业务推进对公司估值将带来极大边际作用。暂给予目标价 24 元（80 亿市值，对应 2015 年 40 倍市盈率），“买入-A”评级。

## 2. 主业盈利与订单稳步增长，趋势良好

### 2.1. 公司过往业绩突出，技术优势明显

公司是主要从事石油化工和煤化工等领域的工程咨询、工程设计与工程总承包业务的高新技术企业，具有化工石化医药行业甲级设计资质，是中国勘察设计协会、中国工程咨询协会和中国环境保护产业协会会员单位。客户包括中国石化集团、中国石油集团、中国海油集团、中国神华集团、中国中化集团、中国化工集团及地方炼油企业等，过往业绩突出；截至目前，公司累计设计或总包中大型硫磺回收装置超过 100 套，是国内设计硫磺回收装置数量最多的工程公司。

公司注重产学研结合，累计取得各种专利证书 39 项、专有技术 4 项，其中已有 27 项成功应用于工业化装置，6 项具备可应用的条件。公司核心技术为自主开发的无在线炉硫磺回收技术，其优势在于：过程气再热完全利用装置自身余热，在能耗、投资、占地、污染物（SO<sub>2</sub>）绝对排放量等方面优于国外类似工艺，总硫回收率可以达到 99.9% 以上，烟囱排放的废气中 SO<sub>2</sub> 浓度可完全满足国家标准。该技术被中国环境保护产业协会认定为 2012 年国家重点环境保护实用技术，2014 年 3 月被科技部和环境保护部列入《大气污染防治先进技术汇编》。

2014 年 6 月，公司与中国科学院山西煤炭化学研究所签署《战略合作协议》。双方在能源化工技术领域进行中长期战略合作，并签署《技术开发（合作）合同》，共同开发“醋酸加氢制异丙醇联产丙酮技术中试与工艺包”，目前正稳步推进。

图 1：大连西太平洋石油化工硫磺回收装置



图 2：上海石化加工含硫原油改造工程 2# 炼油联合装置及配套工程(二期)4.2 万吨年硫磺回收装置



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

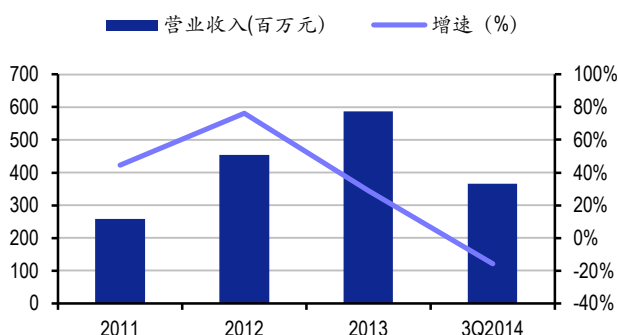
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

## 2.2. 订单和盈利趋势良好

公司 2011 年签订中化泉州 38 万吨/年硫磺回收 7.75 亿元巨额订单,体现为 2012/2013 年收入持续较快增长,但 2012 年新签订单速度放缓,后续业绩经历过一段基数较高、增长放缓阶段。此后公司加大市场开拓力度,2014 年四季度披露两项大额订单,全年合计披露 6.7 亿元,同比增长 87%,订单趋势良好,对业绩形成重要保障。公司 2014 年快报业绩增长 27%,其中四季度单季增长 67%,盈利趋势亦良好。

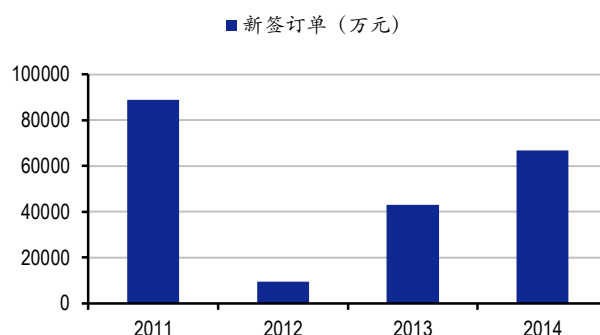
未来公司在把握国内油品升级、大型煤化工发项目机会的同时,依托“一带一路”战略积极开拓海外市场,主业预计还将稳步增长。

图 3: 公司近年收入变动



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 4: 公司近年新签订单金额



数据来源: wind, 安信证券研究中心

表 1: 公司近两年订单统计

时间	合同内容	合同方	金额(万元)	工期(月)
2013-6-14	神华宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化项目硫回收装置详细工程设计及采购(EP)承包	神华宁夏煤业集团有限责任公司	14,800	-
2013-9-30	神华新疆 68 万吨/年煤基新材料项目硫磺回收装置项目	中国神华煤制油化工公司新疆煤化工分公司	11168	20
2013-10-30	高硫高酸系统配套设计项目	中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司	2,597	3
2013-12-31	中国石油云南 1000 万吨/年连续重整-芳烃联合装置加热炉第二段项目	吉林设计院	4,346	16
2014-3-28	万华化学老厂搬迁 MDI 一体化项目离子液回收硫化氢装置 EPC 总承包	万华化学集团股份有限公司	3,495	9
2014-11-18	齐鲁分公司第一硫磺回收装置安全隐患治理技术改造项目 EPC 总承包	中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司	37,680	8
2014-12-5	中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目硫回收装置 EPC 总承包	中天合创能源有限责任公司	20,436	16

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

受益于石化领域节能环保要求和煤化工领域配套需求,主业稳步增长,前景良好。石化领域,2015 年“最严”环保法实施,国家节能环保标准不断提高,含硫污染物排放要求日益严格,对硫磺回收装置升级改造的行业需求逐步增加,而石化领域扩能改造对硫磺回收的增量需求及装置日常维护需求亦持续存在,市场机会众多。

煤化工领域，公司自主开发的无在线炉硫磺回收工艺技术已成功应用并取得良好效果，新型煤化工项目配套的硫磺回收是刚性需求，公司有望受益。

公司海外市场开拓亦取得一定成效。凭借技术优势，公司已进驻泰国、哈萨克斯坦、南非、加拿大等国市场，未来将借助公司 2013 年成立的阿布扎比分公司这一平台，进一步开拓中东等地市场。

**表 2：公司海外项目情况**

项目	规模
泰国硫磺回收装置	20kt/a
哈萨克斯坦中亚石油化工有限公司硫磺回收装置	4kt/a
哈萨克斯坦中亚石油石化公司 100 万吨/年常减压装置	1000kt/a
哈萨克斯坦中亚石油石化公司 60 万吨/年催化裂化装置	600kt/a
哈萨克斯坦中亚石油石化公司 16 万吨/年重整装置	160kt/a
哈萨克斯坦中亚化工厂胺液再生装置	40t/h

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.3. 控股子公司青岛联信业绩极佳，协同效应明显

公司 2012 年收购青岛联信催化材料有限公司后，一方面通过增资等途径帮其解决了发展上的资金瓶颈；另一方面通过技术合作、共同开发市场等途径进行优势互补，使其快速成长壮大，协同效应明显。

青岛联信开发的粉煤气化-低水/气耐硫变换新工艺以及拳头产品 QDB 系列耐硫变换催化剂克服了高水/气变换技术能耗高和操作不稳定等先天不足，实现了装置的长周期稳定运行，显著降低了能耗，达到国际领先水平，在耐硫变换领域具有很强市场竞争力。其已由单纯的产品提供商成长为集工艺技术、专利设备、催化剂销售为一体的技术服务商，其市场竞争力进一步增强，在手订单充裕。

**表 3：青岛联信近两年订单统计**

时间	合同内容	合同方	金额(万元)	工期(月)/交付日期
2013-1-29	中煤鄂尔多斯变换装置催化剂采购项目	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	2,330	2013 年 5 月
2013-5-15	第一变换炉、第二变换炉内件销售	惠生工程(中国)	3,835	2013 年 12 月 30 日
2013-11-8	高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目 CO 耐硫变换催化剂销售	山西潞安矿业公司	3,932	2013 年 12 月 30 日
2014-5-9	耐硫变换保护剂及催化剂	中海石油炼化有限责任公司惠州炼化分公司	1,623	54
2014-11-25	耐硫变换催化剂及过虑剂	东华工程科技股份有限公司	3,420	18

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

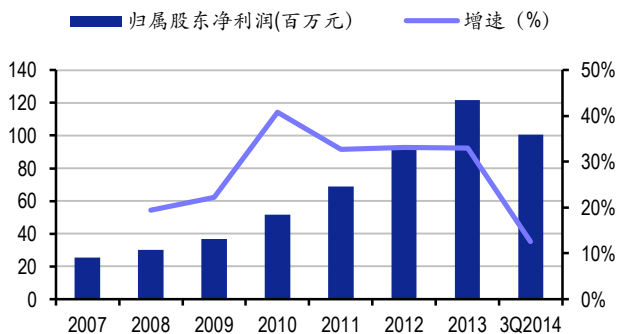
### 2.4. 财务表现十分稳健

公司上市后净利润保持每年 30% 以上较快增长，收现比 90% 以上，现金流状况良好。2014 前三季度由于未到结算周期，经营现金流为负，预计四季度将改善。

公司毛利率近年来稳步提升，带动净利率上行。三项费用率有所提升，其中管理费

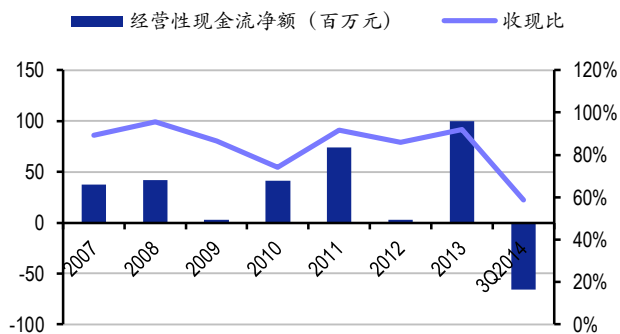
用增长较快，预计未来将趋于平稳。

图 5：公司归属股东净利润及增速



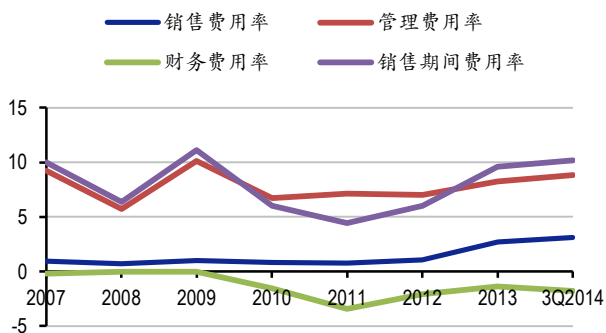
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司经营性现金流净额和收现比



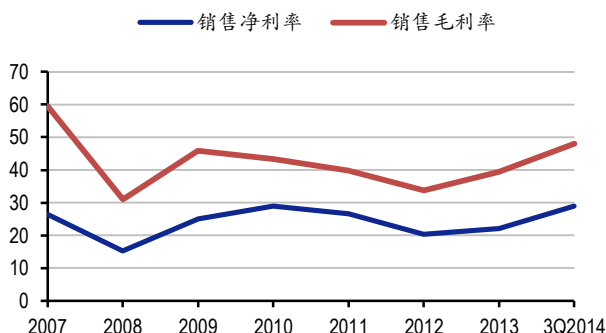
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：公司三项费用率 (%)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：公司毛利率、净利率 (%)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 环保领域延伸具备基础，潜力较大

由于环保产业日益壮大、政府政策和资金支持力度不断加强，低估值建筑公司切入环保产业以谋求业绩和估值提升日渐成为行业趋势。建筑公司具有业主关系和信息优势，规模、资金、人才优势以及工程施工模式优势，将开展环保业务以期更全面的服务业主、增强自身竞争力、寻找业务增长点。

据公司披露，公司已获得一项含盐废水处理方法专利，在石化、煤化工污水处理回用等领域具有一定技术储备和较强市场竞争力，前期已完成胜利炼油厂第三除盐水站、中石化齐鲁分公司 600 万吨/年孤岛高硫高酸原油加工第四污水汽提改造等多个项目，当前也有污水处理项目在执行中。污水处理将成为公司新的利润增长点，并与当前业务产生协同效应。

图 9：中石化齐鲁分公司第一污水处理场含盐污水系统达标升级技术改造项目



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

公司的战略是扩大公司规模、优化公司专业结构、实现产业链纵横向延伸、增强市场竞争力，将并购重组作为重要路径，积极关注在人才、技术或市场等方面有独特优势的目标企业。未来有望通过并购大力拓展非硫/环保领域。

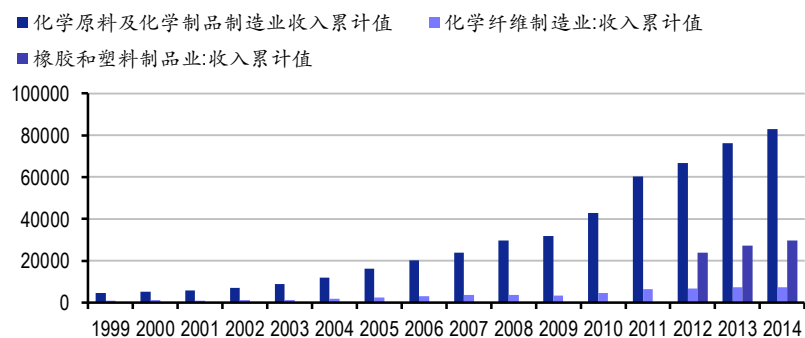
## 4. 开拓石化 B2B 电商市场想象空间极大

### 4.1. 石化线上交易市场前景广阔

作为具有大宗商品属性的石化工业产品，其传统现货交易环节具有买卖双方信息不对称、中转物流及仓储成本高、货品流转具有安全隐患、资金占用量大、支付及交货存在信用风险等诸多痛点。采用电商化交易不仅可以极大程度减少经销商转手环节、降低交易成本和物流成本，在电商提供的金融服务帮助下还可有效减缓资金压力、增强货款支付及货物交付保障。

扣除具有一定垄断性质的石油燃料产品，我国每年仅化学原料及制品、纤维及橡胶行业销售额就超过 10 万亿元，未来电商化交易潜在市场空间巨大。

图 10：化学原料及制品、纤维、橡胶及塑料行业收入累计（亿元）



数据来源：wind，安信证券研究中心

### 4.2. 与山东隆众及上海钢联携手打造石化电商交易平台潜力巨大

#### 4.2.1. 公司参股上海志商 39%股权，打造第三方石化现货交易平台

公司参股上海志商 39%股权。公司 2014 年 6 月与山东隆众信息技术有限公司、淄博联豪网络科技有限公司合资设立上海志商电子商务有限公司，注册资本为 1,000 万元人民币，其中隆众信息、三维工程、联豪网络分别认购 51%、39%、10%。

表 4：上海志商股权结构

股东方	出资比例	派驻人员情况
山东隆众信息技术有限公司	51%	派驻两名董事

山东三维石化工程股份有限公司	39%	派驻两名董事，并指定财务负责人
淄博联豪网络科技有限公司	10%	派驻 1 名董事

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

上海志商石化产品交易平台作为国内唯一一家第三方石化产品现货交易平台，正逐步打造在线交易、支付结算、仓储物流、在线融资及配套服务为一体的运营模式。目前平台交易品种主要以硫磺为主，辅以化工、油品等。该平台已经建立起全国首个完善的石化产品供应商、采购商名录库，并收录多家资金实力强、信用度高、口碑良好的上下游客户，行业资源整合潜力巨大。

上海志商平台交易流程便捷，具有诸多优势。以采购方为例，平台交易流程为：1) 注册会员，需提供营业执照、税务登记证、银行信用证等；2) 订单提交：在平台选购商品并提交订单；3) 支付货款；4) 提取货物；5) 开具发票。整体交易流程较为便捷，去除了以往石化产品中冗长的销售、采购大部分环节，提高了客户交易整体效率。

图 11：平台交易流程图示

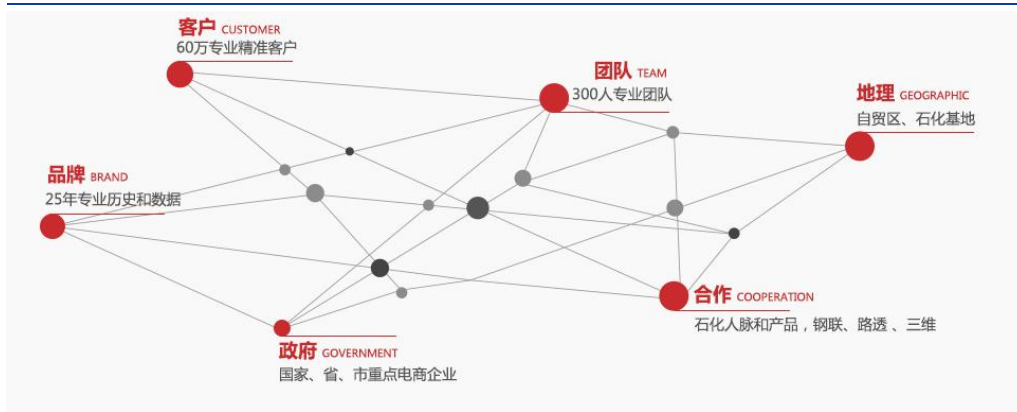


数据来源：公司网站，安信证券研究中心

平台将为产业链提供增值服务。平台具有客户资源、品牌、政府扶持、团队、地域等多项优势，将实现多方面价值：

- 高效稳定：上游方面平台拥有全国范围内 95%以上的硫酸、化肥、精细化工厂形成快速畅通的销售渠道，下游方面拥有一手资源，质优价廉。
- 降低成本：替代大量基础销售与采购人员，节约企业相应成本。
- 风险控制：上游双方保证金第三方银行监管，下游通过与仓储合作，控制货权。
- 便捷融资：在线订单融资，解决企业资金紧张问题。
- 全程服务：平台交易人员提供全流程服务。

图 12：志商平台优势



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

#### 4.2.2. 合作方隆众信息及上海钢联实力雄厚

上海志商大股东为山东隆众信息技术有限公司，是我国石化行业一站式电子商务服



务模式的开创者，旗下拥有隆众石化网，是集石化专业资讯（包括油品、化工、塑料、橡胶、化纤、聚氨酯、煤化工、化肥、氯碱、氟化工等十大类石化及相关产品）、一站式电子商务、企业信息化管理咨询为一体的国内知名的第三方信息服务网站，拥有“隆众石化资讯”、“隆众石化商城”、“隆众石化通”三大平台，拥有二十五年积累的几十万专业精准客户，在石化电子商务领域有着丰富的运营经验和良好的经营业绩。隆众信息2013年收入1151万元，亏损240万元，2014年上半年收入660万元，亏损35万元。

隆众信息的一个重要股东便是上海钢联，后者参股前者25%股权，且上海钢联董事长朱胜军、董事副总毛杰先生为山东隆众信息技术有限公司两位董事。

三维工程多年来服务于石化、煤化工领域，具备一定原材料资源优势。隆众信息（及其股东上海钢联）则利用多年积累的线上资源，结合三维工程在石化行业广泛的线下资源，参照钢联模式，力图打造全国领先的石化电商交易平台，具有极大想象空间。

**表 5：山东隆众信息股权结构**

股东方	出资比例	派驻人员情况
潘隆	52.50%	
潘宁	22.50%	
上海钢联电子商务股份有限公司	25%	由董事长朱胜军及董事副总毛杰出任两位董事

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

**图 13：隆众石化网**



数据来源：隆众石化网站，安信证券研究中心

**图 14：上海钢联旗下现货交易平台——钢银网**



数据来源：钢银网，安信证券研究中心

## 5. 风险提示

经济减速促传统业务增长低于预期风险；电商业务进度慢于预期风险。

## 6. 盈利预测、估值与投资建议

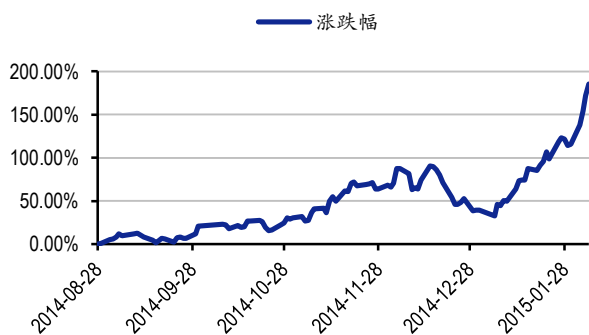
我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.46/0.60/0.79 元，目前股价对应 2015/2016 年 PE 分别为 25/19 倍。考虑到公司目前仅 51 亿元市值，而从事化工资讯及电商业务的生意宝市值达到 132 亿元（收入及盈利仅为公司的 30%），上海钢联目前市值达到 184 亿元，未来电商业务推进对公司估值将带来极大边际作用。暂给予目标价 24 元（80 亿市值，对应 2015 年 40 倍市盈率），“买入-A”评级。

表 6: 三维工程与上海钢联、生意宝对比

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率(TTM)	净利润:2013 年报(亿元)	主营业务收入:2013 年报(亿元)
002469.SZ	三维工程	51	38	1.30	5.86
300226.SZ	上海钢联	184	1655	0.24	15.53
002095.SZ	生意宝	132	387	0.34	1.99

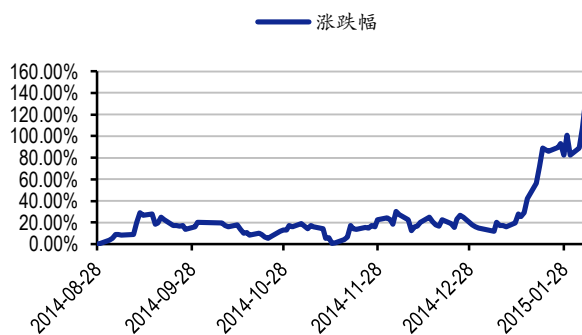
数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 上海钢联近半年股价涨跌幅



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 生意宝近半年股价涨跌幅



数据来源: wind, 安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年02月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>454.8</b>	<b>586.4</b>	<b>770.5</b>	<b>1,005.5</b>	<b>1,292.1</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	301.3	355.1	474.6	620.4	794.6	营业收入增长率	76.3%	28.9%	31.4%	30.5%	28.5%
营业税费	7.3	6.3	8.5	11.1	14.2	营业利润增长率	38.5%	42.1%	25.1%	31.4%	31.7%
销售费用	4.8	15.9	23.1	29.2	36.2	净利润增长率	33.1%	32.9%	26.6%	30.1%	30.7%
管理费用	32.0	48.5	64.0	82.5	104.7	EBITDA 增长率	43.9%	47.4%	24.7%	31.0%	31.3%
财务费用	-9.3	-8.1	-8.7	-9.4	-10.6	EBIT 增长率	42.4%	47.1%	26.2%	32.4%	32.5%
资产减值损失	8.0	11.3	12.0	13.0	12.0	NOPLAT 增长率	38.4%	45.9%	22.2%	32.4%	32.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	83.6%	12.9%	17.5%	12.1%	32.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.9%	16.0%	5.3%	15.9%	18.0%
<b>营业利润</b>	<b>110.8</b>	<b>157.4</b>	<b>197.0</b>	<b>258.8</b>	<b>341.0</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.5	0.2	0.5	0.5	0.5	毛利率	33.8%	39.4%	38.4%	38.3%	38.5%
<b>利润总额</b>	<b>111.3</b>	<b>157.7</b>	<b>197.5</b>	<b>259.3</b>	<b>341.4</b>	营业利润率	24.4%	26.8%	25.6%	25.7%	26.4%
减:所得税	18.9	27.8	39.9	52.4	69.0	净利润率	20.1%	20.7%	20.0%	19.9%	20.3%
<b>净利润</b>	<b>91.5</b>	<b>121.6</b>	<b>154.0</b>	<b>200.3</b>	<b>261.8</b>	EBITDA/营业收入	23.7%	27.1%	25.7%	25.8%	26.4%
						EBIT/营业收入	22.3%	25.5%	24.4%	24.8%	25.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	108	84	63	46	35
货币资金	509.2	599.3	585.6	696.5	749.5	流动营业资本周转天数	83	112	115	113	121
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	647	568	507	460	435
应收帐款	252.6	279.9	426.4	506.5	713.8	应收帐款周转天数	165	163	165	167	170
应收票据	5.5	11.6	12.3	16.7	21.6	存货周转天数	34	38	39	39	39
预付帐款	37.3	19.6	56.9	39.6	86.7	总资产周转天数	782	689	596	526	485
存货	44.8	79.7	86.4	130.7	147.5	投资资本周转天数	215	230	202	177	169
其他流动资产	6.5	5.9	4.6	5.7	5.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	12.6%	15.1%	17.0%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	10.9%	11.6%	13.1%	14.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	44.0%	35.0%	37.8%	42.7%	50.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	137.7	136.9	131.8	127.5	124.1	销售费用率	1.0%	2.7%	3.0%	2.9%	2.8%
在建工程	0.1	-	-	-	-	管理费用率	7.0%	8.3%	8.3%	8.2%	8.1%
无形资产	32.7	30.3	28.7	26.8	24.8	财务费用率	-2.1%	-1.4%	-1.1%	-0.9%	-0.8%
其他非流动资产	26.8	29.4	27.0	27.7	28.0	三费/营业收入	6.0%	9.6%	10.2%	10.2%	10.1%
<b>资产总额</b>	<b>1,053.1</b>	<b>1,192.6</b>	<b>1,359.6</b>	<b>1,577.7</b>	<b>1,901.4</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	17.8%	15.9%	22.3%	22.4%	23.9%
应付帐款	138.9	121.4	229.3	241.5	356.8	负债权益比	21.7%	18.9%	28.7%	28.8%	31.5%
应付票据	-	6.0	1.9	8.4	4.9	流动比率	4.56	5.26	3.87	3.96	3.79
其他流动负债	48.9	61.7	71.7	102.8	93.7	速动比率	4.32	4.84	3.59	3.59	3.46
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-10.85	-18.35	-21.74	-26.61	-31.25
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>187.8</b>	<b>189.2</b>	<b>302.9</b>	<b>352.8</b>	<b>455.4</b>	DPS(元)	0.05	0.08	0.09	0.12	0.15
少数股东权益	29.5	37.7	40.2	46.8	57.5	分红比率	18.5%	20.9%	18.6%	19.3%	19.6%
股本	168.9	254.7	333.0	333.0	333.0	股息收益率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%
留存收益	666.9	711.0	683.6	845.1	1,055.6						
<b>股东权益</b>	<b>865.3</b>	<b>1,003.4</b>	<b>1,056.8</b>	<b>1,225.0</b>	<b>1,446.1</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	0.27	0.37	0.46	0.60	0.79
净利润	92.4	129.8	154.0	200.3	261.8	BVPS(元)	2.51	2.90	3.05	3.54	4.17
加:折旧和摊销	6.3	9.6	9.8	10.1	10.5	PE(X)	55.3	41.6	32.9	25.3	19.3
资产减值准备	8.0	11.3	-	-	-	PB(X)	6.1	5.2	5.0	4.3	3.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-73.7	66.4	59.9	35.2	53.9
财务费用	-	-	-8.7	-9.4	-10.6	P/S	11.1	8.6	6.6	5.0	3.9
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	30.4	19.7	22.8	17.0	12.8
少数股东损益	0.9	8.2	3.6	6.6	10.7	CAGR(%)	30.8%	28.0%	32.1%	30.8%	28.0%
营运资金的变动	-104.9	-45.3	-73.9	-63.4	-173.6	PEG	1.8	1.5	1.0	0.8	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3.1</b>	<b>99.9</b>	<b>84.8</b>	<b>144.2</b>	<b>98.8</b>	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-50.0	-8.4	-3.0	-4.0	-5.0	REP					
融资活动产生现金流量	-3.3	-1.4	-95.5	-29.4	-40.8						

数据来源: 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

杨涛、夏天分别声明, 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	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	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

