

国光股份(002749)新股分析报告

# 国内植物生长调节剂行业龙头

## 投资要点

- **公司是国内植物生长调节剂行业龙头。**公司主营植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的研发、生产和销售，是我国植物生长调节剂细分行业内的龙头企业之一。目前农药产品占公司收入和利润的比例为60%左右，肥料占比约40%。公司收入及净利润增长较稳定，毛利率和净利率也总体稳定。
- **植物生长调节剂行业增长迅速，水溶性肥料市场空间广阔。**与其他农药细分行业相比，植物生长调节剂行业的生产企业相对较少，行业集中度相对较高。我国植物生长调节剂市场规模将保持较快增长，产量年均增幅约15%，销售收入年均增幅将达到20%以上，至2015年，我国植物生长调节剂市场规模将达到68.57亿元。水溶性肥料作为新型环保肥料使用方便，有利于节约农业用水、减少生态环境污染。我国水溶性肥料增长迅速，2010年-2013年间，我国水溶性肥料的产量从60万吨增加至260万吨，年均复合增长率为63.0%。在我国目前水资源短缺情况下，水溶性肥料未来市场前景广阔。
- **公司具有产品、技术、营销网络及完整产业链等优势。**公司是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，在植物生长调节剂行业内处于领先竞争地位。公司自主研发和掌握了多项核心生产技术，拥有一支优秀的研发团队，并与国内多家大学及科研机构建立了长期的合作关系。目前公司已形成以县乡级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络，拥有遍布全国主要地区的2465个经销商。公司是国内少数拥有完整植物生长调节剂产业链的企业之一，有利于降低原药及制剂价格的波动风险，并具有成本优势。
- **募投项目围绕主业，提升公司盈利能力。**公司此次股票发行总量为1875万股，拟投资3.55亿元用于年产2100吨植物生长调节剂原药生产线项目、年产500公斤S-诱抗素原药项目、年产1.9万吨环保型农药制剂生产线项目、年产6000吨植物营养产品生产线项目、营销服务体系建设项目及补充营运资金。募投项目均围绕公司主业进行，公司植物生长调节剂、杀菌剂及水溶性肥料等主要产品产能将进一步扩大，公司营销网络将进一步完善，经营规模逐步扩大，同时也有利于公司产品结构的调整，公司营业收入和盈利能力将增强。
- **盈利预测与估值分析。**我们预计公司2015-2017年EPS分别为1.79元、2.03元、2.23元，参考可比公司估值情况及公司未来的成长性，我们认为给予公司2015年15-20倍的估值是合理的，对应合理估值区间26.9-35.8元。
- **风险提示：**下游需求波动的风险；市场竞争加剧的风险；项目进度低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	583.51	634.11	703.35	771.29
增长率	-3.14%	8.67%	10.92%	9.66%
归属母公司净利润(百万元)	123.59	134.00	152.00	167.61
增长率	-3.48%	8.43%	13.43%	10.27%
每股收益EPS(元)	1.65	1.79	2.03	2.23
净资产收益率ROE	29.93%	14.86%	14.42%	13.72%

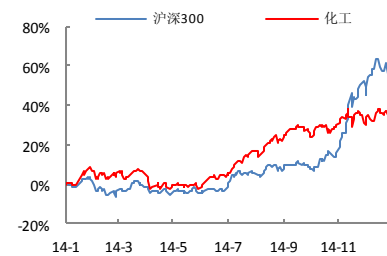
数据来源：公司公告，西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师：李晓迪  
执业证号：S1250514120001  
电话：010-57631196  
邮箱：lxdi@swsc.com.cn

分析师：商艾华  
执业证号：S1250513070003  
电话：021-50755259  
邮箱：shah@swsc.com.cn

## 所属行业市场表现



数据来源：西南证券

## 本次发行情况

发行前总股本(万股)	6000
本次发行(万股)	1875
发行后总股本(万股)	7500
2014年每股收益(摊薄后)(元)	2.06
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	2.04

## 主要指标(2014年)

每股净资产(元)	6.88
毛利率(%)	48.76
流动比率(倍)	5.46
速动比率(倍)	4.02
应收账款周转率(次)	24.66
资产负债率(合并报表)(%)	16.67
净资产收益率(加权平均)(%)	34.38

## 相关研究

## 目 录

一、公司是国内植物生长调节剂行业龙头 .....	1
二、行业发展趋势分析 .....	2
（一）我国植物生长调节剂行业增长迅速 .....	2
（二）杀菌剂行业增长较快 .....	3
（三）水溶性肥料发展空间巨大 .....	4
三、公司竞争优势 .....	5
四、募投项目 .....	6
五、盈利预测与投资建议 .....	7
六、风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1: 公司收入及增速 .....	1
图 2: 公司净利润及增速 .....	1
图 3: 公司收入构成（2014 年） .....	2
图 4: 公司毛利率和净利率 .....	2
图 5: 公司发行前股权结构 .....	2
图 6: 全球植物生长调节剂销售规模 .....	3
图 7: 我国杀菌剂原药产量和增速 .....	4

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品 .....	1
表 2: 水溶性肥料的特点 .....	4
表 3: 我国植物生长调节剂行业销售收入前五名生产企业（2012 年度） .....	5
表 4: 募投项目概况 .....	7
表 5: 可比公司估值情况 .....	7
附表: 财务预测与估值 .....	8

## 一、公司是国内植物生长调节剂行业龙头

公司主营植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的研究、生产和销售，是我国植物生长调节剂细分行业内的龙头企业之一。公司的主要产品植物生长调节剂是用于调节植物生长发育的一类农药，植物生长调节剂作用面广，应用领域多，可适用于几乎所有种植业中的高等和低等植物，是现代种植业效益提高的重要物质。

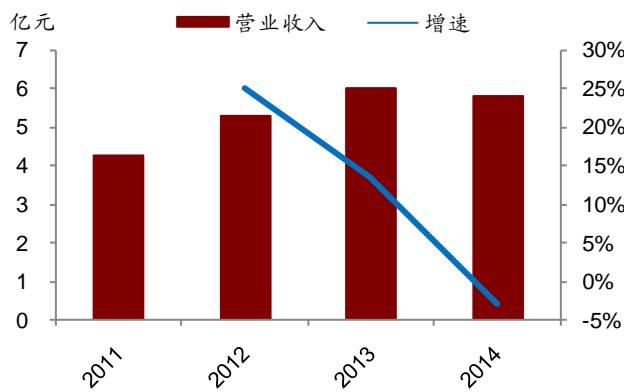
**表 1: 公司主要产品**

产品大类	产品细分类别	主要产品
农药	植物生长调节剂	多效唑、萘乙酸、甲哌鎓、乙烯利、三十烷醇、胺鲜·乙烯利、多唑·甲哌鎓、氯吡脞、2,4-滴钠盐、矮壮素、赤霉素、吲丁·萘乙酸
	杀菌剂	三唑酮、多菌灵、甲霜·锰锌、代森锰锌、代森锌、咪鲜胺、三环唑、锰锌·多菌灵、五氯硝基苯、甲基硫菌灵、啶菌灵、腐霉利
化肥	水溶性肥料	含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料

数据来源: 招股说明书, 西南证券

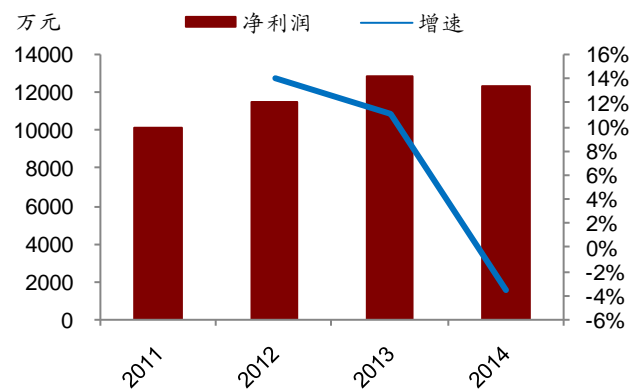
公司收入及净利润增长较稳定，波动幅度不大。2011 年-2014 年间，公司营业收入从 4.25 亿元增加至 5.84 亿元，年均复合增速为 11.2%；公司净利润从 1.01 亿元增加至 1.24 亿元，年均复合增速为 6.9%。2014 年，公司收入和净利润同比略有下滑，主要是受公司中标政府采购规模减少的影响。

**图 1: 公司收入及增速**



数据来源: Wind, 西南证券

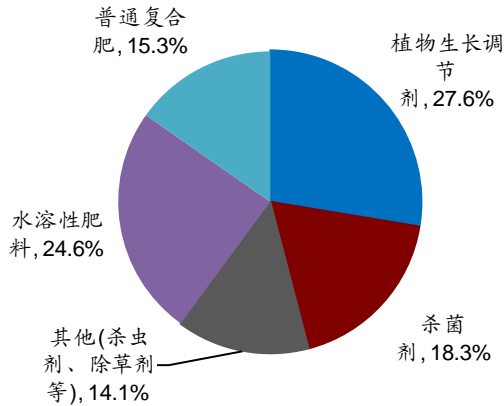
**图 2: 公司净利润及增速**



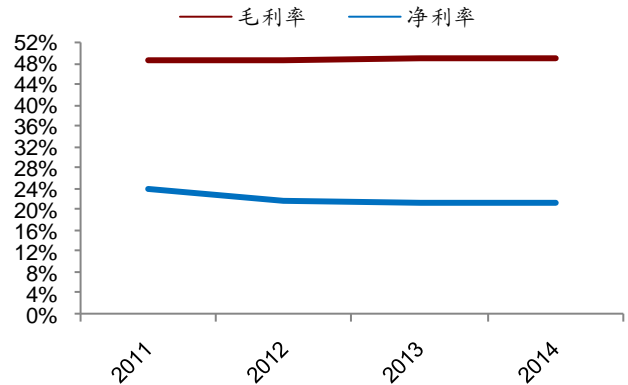
数据来源: Wind, 西南证券

目前农药产品占公司收入和利润的比例为 60%左右，肥料占公司收入和利润的比例为 40%左右。从细分产品看，植物生长调节剂占公司收入的比例最大，为 27.6%，其次是水溶性肥料，占 24.6%，杀菌剂和普通复合肥占公司收入的比例分别为 18.3%和 15.3%。

公司的毛利率和净利率总体稳定，近几年毛利率均保持在 48%-49%之间，净利率则在 21%-24%之间小幅波动。

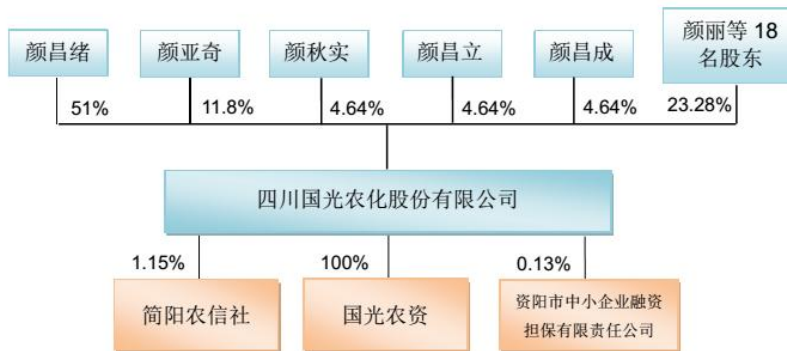
**图 3: 公司收入构成（2014 年）**


数据来源: Wind, 西南证券

**图 4: 公司毛利率和净利率**


数据来源: Wind, 西南证券

公司控股股东、实际控制人为颜昌绪，在发行前持有公司股份 3060 万股，占公司发行前股本数的 51%。

**图 5: 公司发行前股权结构**


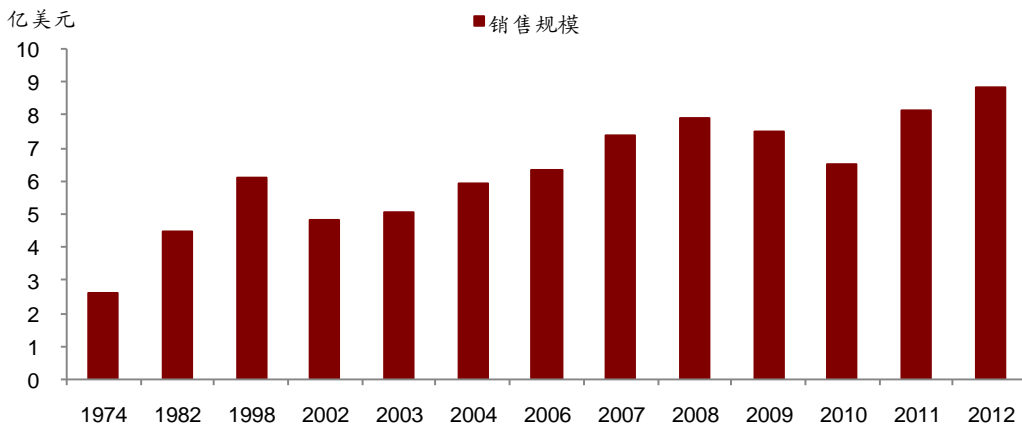
数据来源: 招股说明书, 西南证券

## 二、行业发展趋势分析

### （一）我国植物生长调节剂行业增长迅速

植物生长调节剂是人工合成或从微生物中提取的，具有与植物内源激素相同或相似功能的一类物质，对作物的生长发育起到与内源激素相同的调节、控制、指挥、诱导作用。植物生长调节剂具有使用成本低、见效快、用量微、效果显著、投入产出比较高的特性，是生产优质农产品、无公害有机绿色食品必不可少的生产资料。

目前全球用于商品生产的植物生长调节剂已在百种以上。进入二十一世纪以来，随着种植作物的不断调整 and 全球经济环境的变化，全球植物生长调节剂的销售呈波浪式增长态势。特别是受全球金融危机的影响，2009 年和 2010 年全球植物生长调节剂的销售均呈下降趋势，但自 2011 年起市场销售状况大幅好转，目前全球植物生长调节剂销售额在 9 亿美元左右。

**图 6: 全球植物生长调节剂销售规模**


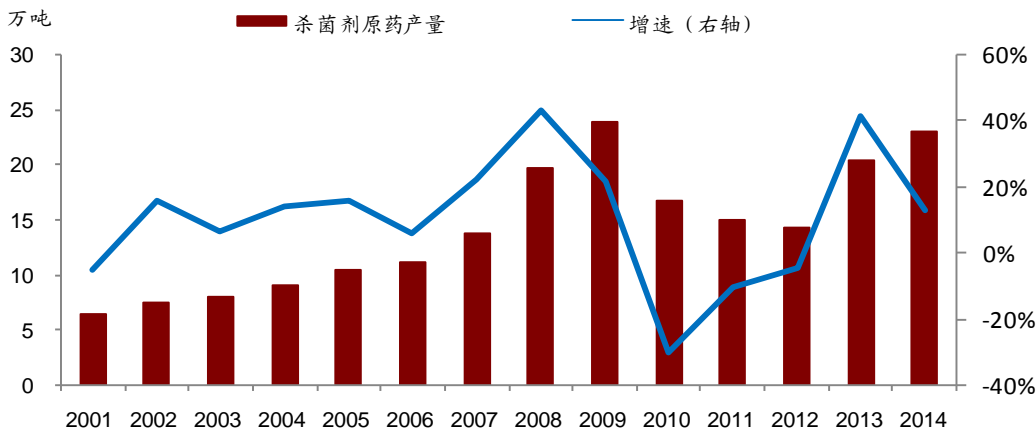
数据来源：中国农药工业协会，西南证券

我国植物生长调节剂行业处于产品研发与适应领域推广并举的阶段。据农药工业协会估计，2012年我国植物生长调节剂原药实际产量约3万吨，制剂实际产量约15万吨，行业销售收入达39.68亿元。截止2013年底，拥有“三证”齐全的植物生长调节剂原药和制剂生产企业共有147家，多数企业经营单一大宗的原药及制剂产品，与其他农药细分行业如除草剂、杀菌剂、杀虫剂行业相比，植物生长调节剂行业的生产企业相对较少，行业集中度相对较高。根据中国农药工业协会预测，随着市场对植物生长调节剂的需求不断上升，未来其市场规模将保持较快增长，产量年均增幅约15%左右，销售收入年均增幅将达到20%以上，至2015年，我国植物生长调节剂市场规模将达到68.57亿元。

## （二）杀菌剂行业增长较快

杀菌剂是一类用来防治植物病原微生物的农药。近年来，我国杀菌剂市场快速增长。一方面是由于导致作物病害的病菌容易获得抗性而使得对杀菌剂新产品的需求持续增长；另一方面是由于我国农作物种植结构变化以及各类经济作物种植种类和种植面积的扩大，增加了对杀菌剂的需求。据统计，我国水果、豆类、油菜、观赏植物和青饲料等作物的种植面积年增长率为3%-10%，大棚的种植面积不断增加，极大的提高了杀菌剂的市场需求。

2001-2014年间，我国杀菌剂原药的产量从6.43万吨增加到22.95万吨，年均复合增长率为10.3%。预计未来随着玉米、蔬菜、特色果树、中药材、瓜类、花卉等高附加值经济作物种植面积的增加，农作物苗期病害的发生机会也相对较多，很大程度上导致了杀菌剂销量的增加，特别是保护性杀菌剂如代森制剂、福美制剂及其复配制剂等需求快速上升。

**图 7：我国杀菌剂原药产量和增速**


数据来源：国家统计局，西南证券

### （三）水溶性肥料发展空间巨大

水溶性肥料是指经水溶解或稀释，用于灌溉施肥、叶面施肥、无土栽培、浸种蘸根等用途的液体或固体多元复合肥。水溶性肥料是高效、节水、环保的肥料产品，在我国各地区均有广阔的市场空间，在国家倡导节水农业、配方施肥的大背景之下，水溶性肥料将得到快速发展。

根据其组成成分不同，水溶性肥料可以分为水溶性氮磷钾肥料（大量元素水溶肥料）、中量元素水溶肥料、微量元素水溶肥料、含氨基酸水溶肥料、含腐植酸水溶肥料。

**表 2：水溶性肥料的特点**

特点	具体内容
水溶性	原材料均是水溶性的，储存、运输和施用需要专门的设备和装置，成本较高，但容易被吸收，其吸收利用率相对较高
营养全	一般含有作物生长所需要全部营养元素，如 N、P、K、Ca、Mg、S 以及微量元素等
见效快	可采取叶面喷施，不需要经过根系吸收、茎秆运输等漫长的运输过程，快速吸收，能较快看到肥料的效果和表现
节约资源	随着灌溉水包括喷灌、滴灌等方式进行灌溉时施肥，既节约用水，又节约肥料和劳动力
安全性高	因随水灌溉，施肥较均匀，且杂质较少，电导率低，使用浓度方便调节，不用担心引起烧苗等不良后果

数据来源：招股说明书，西南证券

由于水溶性肥料所固有的特点和优点，农业发达国家应用十分普遍。在设施灌溉农业，发达国家完全应用了水溶性肥料。在以色列等比较缺水的国家更是将滴灌等节水施肥系统发挥到了极致，设施灌溉高达 95%，欧洲国家设施灌溉比率有 58%，美国为 38%。

与发达国家相比，我国水溶性肥料起步较晚，近几年，随着水肥一体化进程的加快，我国水溶性肥料获得了快速的增长。2010 年-2013 年间，我国水溶性肥料的产量从 60 万吨增加至 260 万吨，年均复合增长率为 63.0%。从施用量看，2010 年我国农作物复混肥的施用量为 5308 万吨，其中水溶性肥料的施用量为 16 万吨，占复混肥施用量的 0.30%，2013 年我国水溶肥的施用量为 246 万吨，约占复混肥施用量的 4.6%。

随着农业设施灌溉快速发展，水溶性肥料从原先主要用于水果、蔬菜等经济附加值较高的作物上，发展到广泛应用于在水稻、小麦等大田作物上。随着“低碳节能”、“高效环保”



等现代农业理念深入发展，水溶性肥料作为新型环保肥料使用方便，可和喷灌、滴灌结合使用，并可喷施、冲施，在提高肥料利用率、节约农业用水、减少生态环境污染、改善作物品质以及减少劳动力等方面起着重要的作用。在我国目前水资源短缺情况下，水溶性肥料是保证农业持续、高效发展的有效途径之一。水溶性肥料成为我国肥料发展的趋势，市场前景广阔。

### 三、公司竞争优势

#### 产品优势

公司立足于植物生长调节剂、杀菌剂和水溶性肥料领域，致力于通过提供绿色、安全、环保的优质特色产品，形成产品差异化竞争优势。经过二十多年的不懈努力，截至 2014 年底，公司已取得了植物生长调节剂原药登记证 12 项、植物生长调节剂制剂登记证 28 项，是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，在植物生长调节剂行业内处于领先地位。同时公司具备 14 种植物生长调节剂及杀菌剂原药、68 种植物生长调节剂、杀菌剂及其他农药制剂和 24 种水溶性肥料、复混肥料的生产能力。此外，公司还针对各地区种植需求，推出不同规格的产品，目前公司产品已能满足全国大部分地区不同环境条件下不同规格需求的农业和非农业生产需要。

**表 3：我国植物生长调节剂行业销售收入前五名生产企业（2012 年度）**

序号	公司名称	主要产品	2012 年度植物生长调节剂 销售收入(亿元)
1	江苏安邦电化有限公司	乙烯利原药及制剂	2.94
2	江西新瑞丰生化有限公司	赤霉素原药及制剂	1.44
3	国光股份	可生产甲哌鎓、萘乙酸等 11 种原药和 20 多种制剂	1.34
4	浙江钱江生物化学股份有限公司	赤霉素原药及制剂	0.80
5	成都新朝阳生物化学有限公司	芸苔素内酯制剂	0.49

数据来源：招股说明书，西南证券

此外，为了更好的服务用户，公司还以主要产品为基础，结合对多种作物的生长周期研究，在产品销售中推出了一系列的“作物套餐”，如小麦、水稻、玉米、荔枝、猕猴桃、苹果等套餐，即针对特定的农作物、蔬菜、水果、园林植物开发出的农药、化肥组合产品。公司借助技术服务人员的本地化一线服务，对作物种植每个环节的农药和化肥使用进行悉心指导，在作物生长的每个环节，有针对性的提供植物生长调节剂、水溶性肥料、杀菌剂、杀虫剂等产品，在提高产品附加值的同时，亦帮助用户实现增产增收。

#### 技术优势

公司秉承“研究一代、贮备一代、应用一代”的产品创新思路，注重产品技术创新和产品质量的持续改进，在植物生长调节剂和水溶性肥料领域进行了较为深厚的技术积累。公司自主研发和掌握了多项核心生产技术，大幅提高了产品的生产能力及效率。公司拥有一支优秀的研发团队，有长期致力于植物生长调节剂和水溶性肥料产品研究的研发人员和长期从事质量控制的分析人员，具有较强的研究开发能力。公司还与中国药科大学、北京市农科院、四川省农科院等国内多家大学及科研机构建立了长期的合作关系，通过合作研发，加快科技成果转化，丰富公司的产品储备，进一步增强了公司在技术研发方面的实力。



公司在不断研发新产品和新技术的同时，还重点加强对用户的技术应用指导，大力开展技术服务工作，使用户通过合理使用公司产品实现增产增收。公司现拥有 400 多人的专家型技术服务团队，并借助田间实验现场会、农民集会、科教片播放等形式在外地多次开展专场技术服务，为种植者提供专业化的售前、售中、售后的技术服务。

### 品牌优势

公司成立以来，一直注重品牌的建设，依托“新颖、特色、专业、精致”的产品优势，在行业内逐渐树立了“国光”品牌的良好形象。2007 年 8 月，“国光”商标荣获国家工商总局认定的“中国驰名商标”称号。2009 年和 2012 年，公司“矮丰”系列植物生长调节剂产品荣获“四川省名牌产品”称号。2013 年，公司生产的植物生长调节剂和水溶肥产品被列入 2013 年四川省地方名优产品推荐目录，公司“矮丰”商标荣获“四川省著名商标”称号。品牌的巨大影响力已经成为公司自身发展壮大核心优势，成为其他行业竞争对手难以复制的竞争优势。

### 营销优势

公司业已形成以县乡级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络，营销工作更贴近目标用户。此外，公司还通过新设营销网点、营销网络细化等方式大力扩展营销网络的覆盖面，截至目前，公司的营销网络已覆盖了除香港、澳门和台湾外的全国所有省份。2014 年，公司已拥有遍布全国主要地区的 2465 个经销商，建立起了覆盖全国的营销网络，分布在全国 1427 个县（市），县级经销商占总经销商的 95% 以上。公司的经销网络保证了产品有效的市场覆盖面，极大地提升了公司产品推广能力。未来，公司将继续深化营销网络建设，通过广告宣传、网络推广、展会等多种渠道拓展国内外市场，加大对相关产品的宣传力度，扩大企业产品的市场占有率。

### 完整产业链优势

公司是国内少数能够同时从事植物生长调节剂原药及制剂研发、生产和销售，拥有完整植物生长调节剂产业链的企业之一。与仅生产植物生长调节剂原药的企业相比，公司拥有下游的制剂产品线，具备更加长远、持续的盈利前景；与仅生产植物生长调节剂制剂的企业相比，公司具备原药生产能力，可以通过自己生产原药有效降低原药价格上涨所带来的成本压力。公司完整的产业链格局能够有效分散、抵消原药及制剂价格的波动风险，并且节省了中间环节的交易成本，既保证了原药的品质和供货期，又具有成本优势，有利于公司获得长期、稳定、持续的盈利能力。

## 四、募投项目

公司本次发行前的总股本为 6000 万股，此次股票发行总量为 1875 万股，其中发行新股 1500 万股，公开发售老股 375 万股，拟投资 3.55 亿元用于年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目、年产 500 公斤 S-诱抗素原药项目、年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目、年产 6000 吨植物营养产品生产线项目、营销服务体系建设项目及补充营运资金。

**表 4: 募投项目概况**

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	预计建设周期 (月)
1	年产 2100 吨植物生长调节剂原药生产线项目	6368	5325	12
2	年产 500 公斤 S-诱抗素原药项目	1255	1255	12
3	年产 1.9 万吨环保型农药制剂生产线项目	5989	5989	12
4	年产 6000 吨植物营养产品生产线项目	2095	2095	12
5	营销服务体系建设项目	7828	7828	24
6	补充营运资金	12000	12000	
<b>合计</b>		<b>35535</b>	<b>34492</b>	

数据来源: 招股说明书, 西南证券

本次募集资金投资项目均围绕公司现有主营业务进行, 项目实施后, 公司以植物生长调节剂、杀菌剂为主的环保型农药制剂及水溶性肥料等主要产品产能将进一步扩大, 公司营销网络将进一步完善, 经营规模逐步扩大, 同时也有利于公司产品结构的调整, 公司营业收入和盈利能力将增强。

## 五、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2015-2017 年 EPS (摊薄) 分别为 1.79 元、2.03 元、2.23 元, 参考可比公司估值情况及公司未来的成长性, 我们认为给予公司 2015 年 15-20 倍的估值是合理的, 对应合理估值区间 26.9-35.8 元。

**表 5: 可比公司估值情况**

代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2015/3/12	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002215	诺普信	15.17	0.31	0.45	0.56	48.39	33.71	27.24
002250	联化科技	16.78	0.69	0.88	1.11	24.42	19.18	15.13
002258	利尔化学	17.24	0.61	0.77	1.02	28.24	22.37	16.92
002391	长青股份	17.59	0.76	0.95	1.16	23.00	18.49	15.21
002496	辉丰股份	26.95	0.72	0.99	1.27	37.32	27.33	21.23
平均						32.28	24.22	19.14

数据来源: WIND, 西南证券整理

## 六、风险提示

下游需求波动的风险; 市场竞争加剧的风险; 项目进度低于预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	583.51	634.11	703.35	771.29	净利润	123.59	134.00	152.00	167.61
营业成本	299.02	324.34	358.01	391.05	折旧与摊销	5.01	5.45	5.86	6.01
营业税金及附加	0.40	0.43	0.48	0.53	财务费用	-1.84	0.79	0.95	1.20
销售费用	96.39	105.71	116.05	127.26	资产减值损失	4.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	43.92	48.19	52.05	57.08	经营营运资本变动	-16.53	-8.81	-17.85	-11.98
财务费用	-1.84	0.79	0.95	1.20	其他	-1.79	-12.04	-17.86	-20.87
资产减值损失	4.38	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	112.82	119.38	123.09	141.97
投资收益	0.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-12.48	-8.00	-7.50	-7.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2.69	2.55	2.55	2.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9.79	-5.45	-4.95	-4.95
<b>营业利润</b>	<b>141.77</b>	<b>154.65</b>	<b>175.82</b>	<b>194.19</b>	短期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.10	3.00	3.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>144.86</b>	<b>157.65</b>	<b>178.82</b>	<b>197.19</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	21.27	23.65	26.82	29.58	支付股利	-50.00	0.00	0.00	0.00
净利润	123.59	134.00	152.00	167.61	其他	0.00	364.21	15.05	17.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-80.00	364.21	15.05	17.80
归属母公司股东净利润	123.59	134.00	152.00	167.61	现金流量净额	23.03	478.15	133.20	154.83
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	243.37	721.52	854.72	1009.55	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	57.26	60.33	68.39	72.77	销售收入增长率	-3.14%	8.67%	10.92%	9.66%
存货	114.22	126.04	139.15	150.51	营业利润增长率	-4.25%	9.09%	13.69%	10.45%
其他流动资产	2.89	2.89	2.89	2.89	净利润增长率	-3.48%	8.43%	13.43%	10.27%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-4.73%	4.02%	10.23%	9.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	23.78	25.78	26.94	27.75	毛利率	48.76%	48.85%	49.10%	49.30%
无形资产和开发支出	31.13	31.94	32.68	33.35	三费率	23.73%	24.39%	24.03%	24.06%
其他非流动资产	3.71	3.46	3.20	3.20	净利率	21.18%	21.13%	21.61%	21.73%
<b>资产总计</b>	<b>476.37</b>	<b>971.96</b>	<b>1127.97</b>	<b>1300.02</b>	ROE	29.93%	14.86%	14.42%	13.72%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	30.00%	15.27%	14.52%	13.80%
应付和预收款项	63.44	70.03	74.04	78.48	ROIC	80.75%	71.79%	74.45%	73.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.35%	24.27%	24.12%	24.04%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>63.44</b>	<b>70.03</b>	<b>74.04</b>	<b>78.48</b>	总资产周转率	1.22	0.65	0.62	0.59
股本	60.00	75.00	75.00	75.00	固定资产周转率	29.56	24.60	26.11	27.79
资本公积	0.72	340.72	340.72	340.72	应收账款周转率	24.30	23.73	23.80	23.99
留存收益	352.22	486.22	638.21	805.82	存货周转率	2.62	2.57	2.57	2.60
归属母公司股东权益	412.93	901.93	1053.93	1221.54	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.99	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>412.93</b>	<b>901.93</b>	<b>1053.93</b>	<b>1221.54</b>	资产负债率	13.32%	7.20%	6.56%	6.04%
负债和股东权益合计	476.37	971.96	1127.97	1300.02	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.58	13.01	14.39	15.75
					速动比率	4.74	11.17	12.47	13.79
					股利支付率	40.46%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.65	1.79	2.03	2.23
					每股净资产	5.51	12.03	14.05	16.29
					每股经营现金	1.50	1.59	1.64	1.89
					每股股利	0.67	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	147.93	153.88	169.63	185.40					
PE	16.34	15.07	13.28	12.05					
PB	4.89	2.24	1.92	1.65					
PS	3.46	3.18	2.87	2.62					
EV/EBITDA	9.29	8.45	6.89	5.47					
股息率	-	-	-	-					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn