2015 年 04 月 10 日

证券研究报告 · 公司研究 · 食品饮料

中炬高新（600872）调研报告

买入（维持）

当前价：15.09 元

目标价：19.67 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

渠道空间广阔，国企改革值得预期

投资要点

- **经营回顾。**2014 年实现收入 26 亿元，同比+14%；归母净利润 2.9 亿元，同比+35%。调味品继续保持稳健增长，美味鲜实现收入 24 亿元，同比+20%，净利润 2.8 亿元，同比+29%，净利率提高 0.8pct 达到 11.66%。公司整体费用率提高 2pct，主要是人员薪酬和计提奖励基金所致。

- **投资看点。一、渠道开拓空间广阔。**公司采用五级市场模式：一级市场广东、浙江、海南，继续巩固并保持适度增长，渠道已覆盖到乡镇；二级市场广西、福建地区，渠道已到县级，需要重点培育；三级市场江西、东北地区，渠道已到地级市；四级市场为华北，其他为五级市场，渠道重点覆盖省会城市。从公司渠道战略来看，二级及以外的市场空间依然广阔。根据我们的草根调研，河南和四川某两个三线城市，公司只在重点超市有所铺货，而中小型超市、便利店、县及乡镇超市均未铺货。同时，我们在华东地区走访两家大型超市，公司也才刚铺货不久，未来空间依然广阔。**二、市占率将逐步提升：**目前调味品行业 CR3 仅为 7%左右，酱油行业 CR4 也仅为 30%左右（中矩市占率 6%），行业集中度依然偏低，随着公司逐步开拓北部及中西部市场，渠道下沉将推动市占率提升。**三、盈利能力持续提升：**1、管理能力持续提升，无论是公司整体管理（厨邦智造）、还是技术优势等，都从根本上改善公司的盈利能力；2、规模优势凸显，阳西基地已建成产能超过 10 万吨，新增产能均是高度自动化，规模优势显著提升盈利能力。**四、国企改革。**

- **盈利预测与投资建议。**我们给予中汇合创 2 倍 PB 估值 22.2 亿元，公司持股 79.16%，对应市值 17.6 亿元，其他产业估值 1.4 亿元，则调味品目前市值 101 亿元。按照 12%净利率计算公司 15 年调味品净利润为 3.28 亿元，对应估值 30 倍（海天 15 年已达到 40 倍 PE），与同行相比估值偏低。我们认为公司渠道空间将支撑酱油业务长期稳健增长，同时国企改革值得预期，给予公司调味品 15 年 42 倍估值，对应目标价 19.67 元，维持买入评级。

- **风险提示：**阳西基地产能释放低于预期或地产业务未达预期风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2641.90	2941.62	3418.34	3960.29
增长率	13.96%	11.35%	16.21%	15.85%
归属母公司净利润（百万元）	286.79	277.78	341.98	418.64
增长率	36.72%	-3.14%	23.11%	22.42%
每股收益 EPS（元）	0.36	0.35	0.43	0.53
净资产收益率 ROE	11.20%	10.18%	11.44%	12.65%
PE	41.92	43.28	35.15	28.71
PB	4.60	4.30	3.93	3.55

数据来源：WIND 资讯，西南证券

西南证券研究发展中心

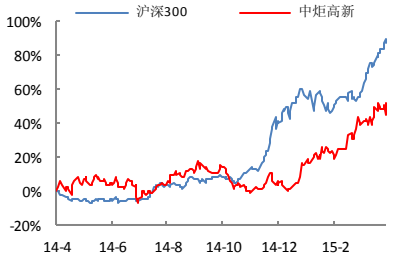
分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	7.97
流通 A 股(亿股)	7.97
52 周内股价区间(元)	9.12-15.32
总市值(亿元)	120.21
总资产(亿元)	40.59
每股净资产(元)	2.96

相关研究

1. 中炬高新（600872）：调味品增长确定，买入评级 (2014-08-29)

目 录

一、经营状况回顾 **1**

二、投资看点 **4**

（一）调味品竞争格局决定行业长期稳健增长 4

（二）渠道开拓空间广阔，市占率将逐步提升 5

（三）盈利能力持续提升 8

（四）国企改革预期 9

三、盈利预测与投资建议 **9**

四、风险提示 **10**

图 目 录

图 1: 2011 年以来公司收入及同比增速 1
图 2: 13Q3 以来公司单季度收入及同比增速 1
图 3: 2011 年以来公司净利润及同比增速 1
图 4: 13Q3 以来公司单季度净利润及同比增速 1
图 5: 2011 年以来子公司美味鲜收入及同比增速 2
图 6: 2011 年以来子公司美味鲜净利润及同比增速 2
图 7: 2014 年公司主业收入结构 2
图 8: 2014 年公司主业毛利结构 2
图 9: 2011 年以来公司分业务收入增速 3
图 10: 2012 年以来公司调味品收入、增速及毛利率 3
图 11: 美味鲜净利率和调味品毛利率逐步上升 3
图 12: 2011 年以来公司三费率稳定 4
图 13: 公司单季度三费率波动较大 4
图 14: 调味品行业五力模型 4
图 15: 酱醋调味品收入增速重拾增势 5
图 16: 餐饮业已恢复稳定增长 5
图 17: 2014 年公司调味品分区域收入结构（经调整） 5
图 18: 2014 年中期公司调味品分区域毛利结构（经调整） 5
图 19: 调味品行业市占率 7
图 20: 酱油行业市占率 7
图 21: 酱醋子板块增速有所下滑 7
图 22: 龙头企业收入增速远超行业增速 7
图 23: 海天味业中西部增速远超东部和南部 8
图 24: 加加食品西南地区增速远超其他区域 8
图 25: 调味品和酱油食醋毛利率提升趋势明显 8
图 26: 调味品和酱油食醋净利率提升趋势明显 8
图 27: 龙头企业毛利率远超行业均值 9
图 28: 龙头企业净利率远超行业均值 9

表 目 录

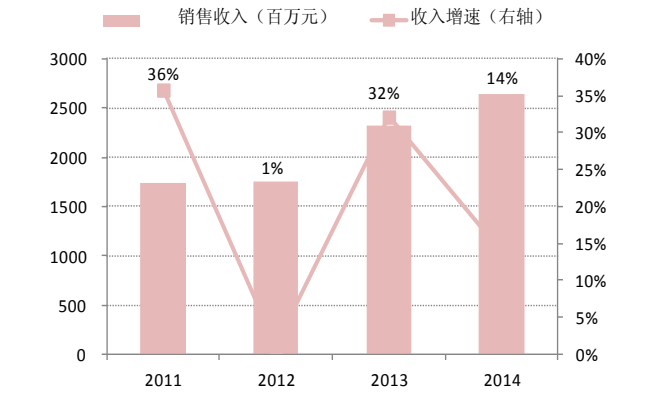
表 1: 中炬高新省内增速高于省外、中西部和北部增速高于南部和东部 6
表 2: 分业务收入及毛利率预测 9
表 3: 中炬高新各业务估值表 10
附表: 财务预测与估值 11

一、经营状况回顾

中炬高新 2014 年实现收入 26 亿元，同比+14%；归母净利润 2.9 亿元，同比+35%。其中 Q4 单季收入 7 亿元，同比+7%；净利润 7800 万元，同比+0.3%。

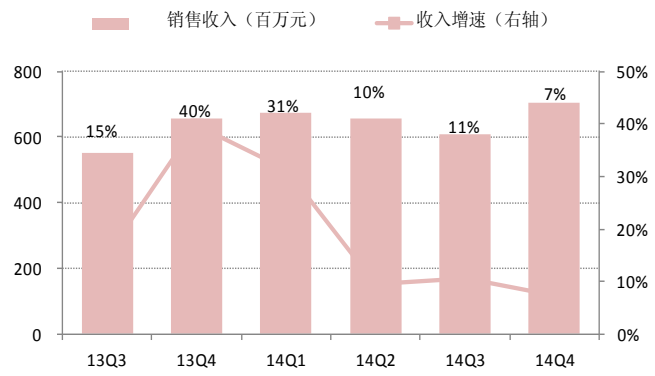
公司收入和净利润波动较大主因在于历史年份地产业务和其他收入波动较大。我们重点关注公司调味品的增长情况，2014 年调味品贡献公司收入和利润超过 90%，主要通过美味鲜子公司经营；2014 年美味鲜实现收入 24 亿元，同比+20%，净利润 2.8 亿元，同比+29%，依然保持高速增长。美味鲜净利润增速远超收入增速主因在于调味品毛利率提升 3.74pct，最终净利率提升 0.8pct 达到 11.66%。

图 1：2011 年以来公司收入及同比增速



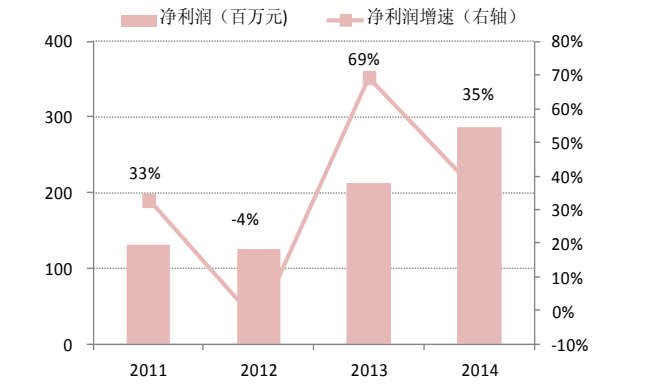
数据来源：公司公告，西南证券

图 2：13Q3 以来公司单季度收入及同比增速



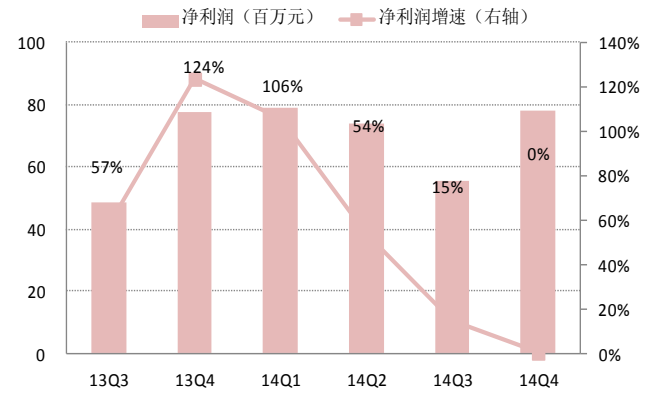
数据来源：公司公告，西南证券

图 3：2011 年以来公司净利润及同比增速



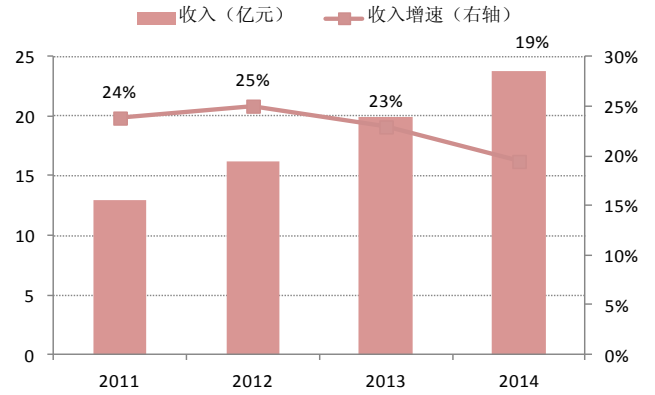
数据来源：公司公告，西南证券

图 4：13Q3 以来公司单季度净利润及同比增速



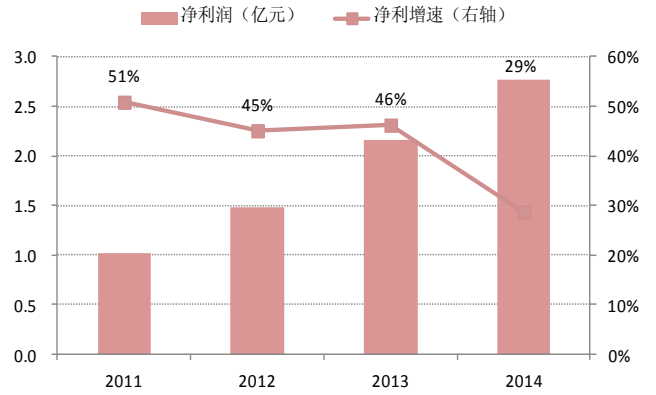
数据来源：公司公告，西南证券

图 5: 2011 年以来子公司美味鲜收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 6: 2011 年以来子公司美味鲜净利润及同比增速

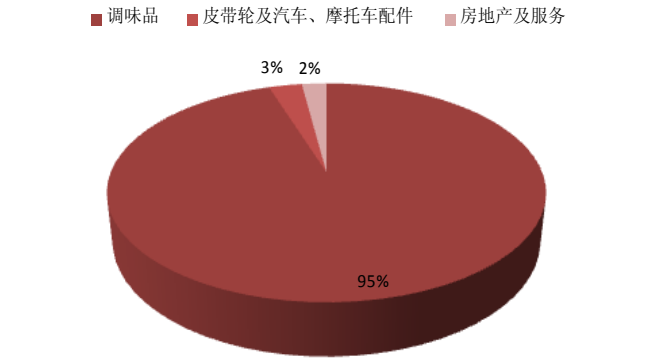


数据来源：公司公告，西南证券

分项主业来看，调味品收入 23 亿元，同比+17%（14H2 同比+15%），贡献主业收入的 95%，毛利的 96%，毛利率 34.82%，同比提升 3.74pct，主要是酱油保持稳定快速增长。几个新品销售情况：13 年底上市的佐餐酱市场反应良好；纯酿酱油，小几千万的收入，定位更高端的产品，针对未来 4-5 年的消费再升级。蚝油罐头、鱼罐头可能会在 15 年中期推向市场。

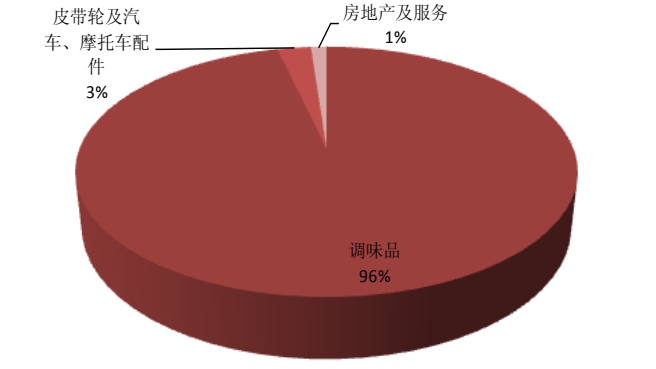
配件类收入 7100 万元，同比+1%（14H2 同比-5%），贡献主业收入和毛利的 3%，毛利率 30.60%，同比提升 1.63pct；地产及服务收入 5300 万，同比-76%（14H2 同比-84%），贡献主业收入仅 2%，毛利 1%，毛利率 18.91%，同比下降 14.27pct；受国家宏观经济的影响，公司地产业务出现大幅下滑，收入主业占比也从 13 年的 10%下降至 14 年的 2%，预计中山市规划短期内仍将影响公司地产资产的变现。

图 7: 2014 年公司主业收入结构



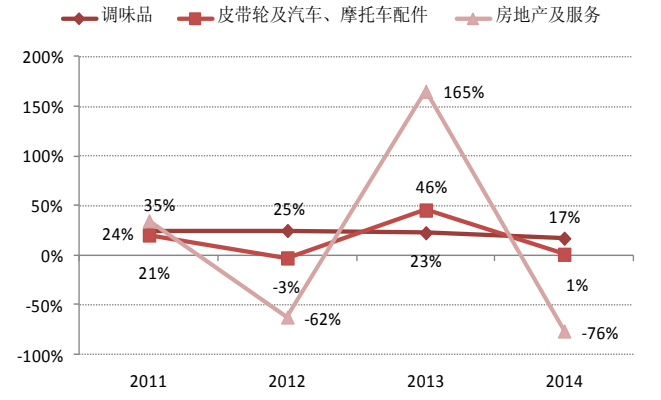
数据来源：公司公告，西南证券

图 8: 2014 年公司主业毛利结构



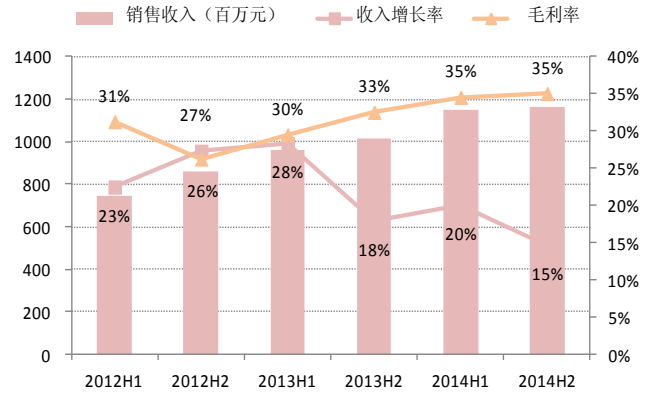
数据来源：公司公告，西南证券

图 9: 2011 年以来公司分业务收入增速



数据来源：公司公告，西南证券

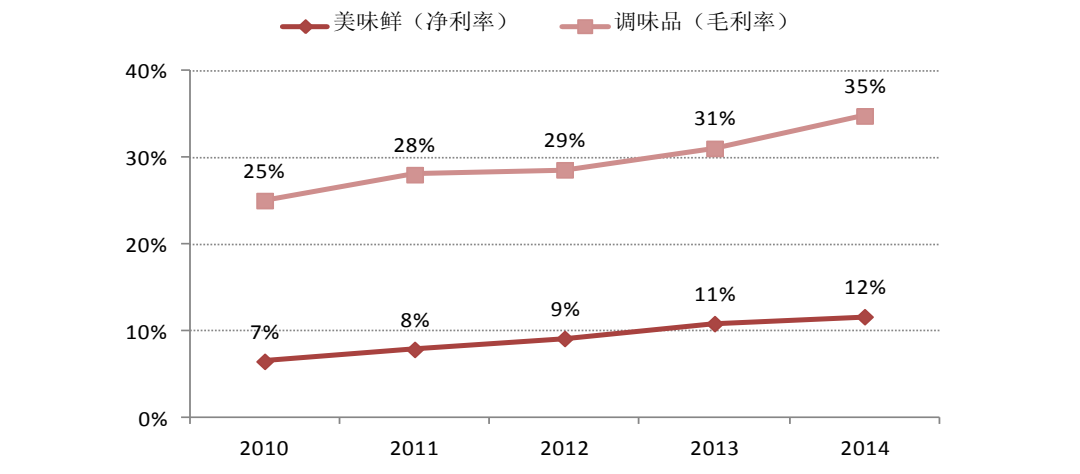
图 10: 2012 年以来公司调味品收入、增速及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券

调味品毛利率和子公司美味鲜净利率一致处于稳中有升的趋势，2014 年调味品毛利率提升 3.74pct，主因：1、14 年大宗原材料保持比较稳定，糖类有下降；2、公司产能扩张，导致生产边际成本下降，阳西基地机械化程度高，提升毛利率（公司折旧和摊销更多进了费用）；3、13 年开始的管理活动，“厨邦制造”提升毛利率。

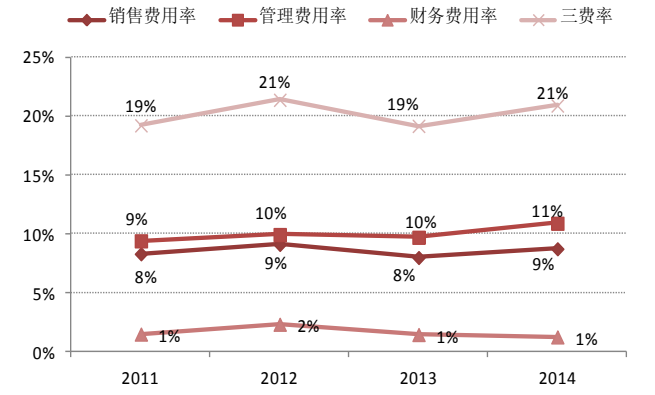
图 11: 美味鲜净利率和调味品毛利率逐步上升



数据来源：公司公告、西南证券

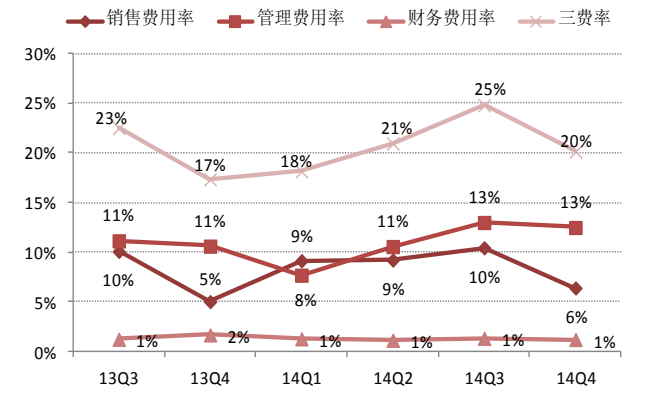
公司历年三费率较为稳定，在 20%左右，14 年管理费用率和销售费用率略有提升，主因：1、公司提取 5%奖励基金；2、提取基金，用于经销商渠道奖励。

图 12: 2011 年以来公司三费率稳定



数据来源：公司公告，西南证券

图 13: 公司单季度三费率波动较大



数据来源：公司公告，西南证券

二、投资看点

（一）调味品竞争格局决定行业长期稳健增长

调味品是生活的必备品，龙头企业由于长期的品牌积累，消费者对于品牌的认同度较高，新的竞争者很难进入（即使进入，也需要品牌、渠道及资金优势，后续不断的资金投入是维持品牌及渠道的必要条件）。行业内的已有企业是竞争的关键，华东、华南地区是调味品行业竞争的焦点，中西部及北部地区竞争程度较弱，龙头企业不断侵蚀小企业市场份额。

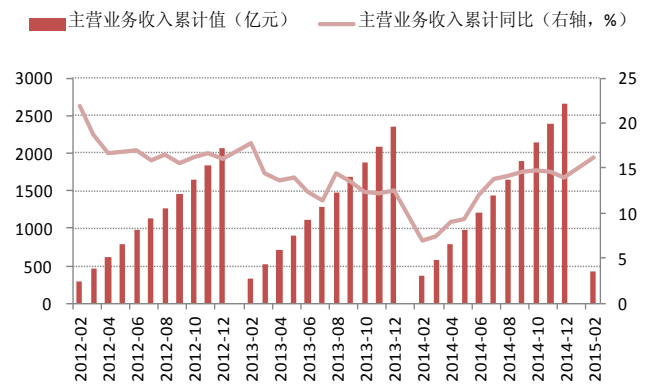
图 14: 调味品行业五力模型

数据来源：西南证券

从供需结构来看，整个酱醋调味品供给端没有限制，但企业产能规划是依照市场需求来实施的，无论行业还是个别公司均未出现恶性的价格战。而需求端主要是三个渠道，即餐饮、家庭及工业制造业，后两者并不存在明显的周期性，稳定增长，而餐饮渠道在新的供需结构构建完毕后，我们预计将随着收入水平提升及外出就餐比例的增加呈现稳定增长态势。

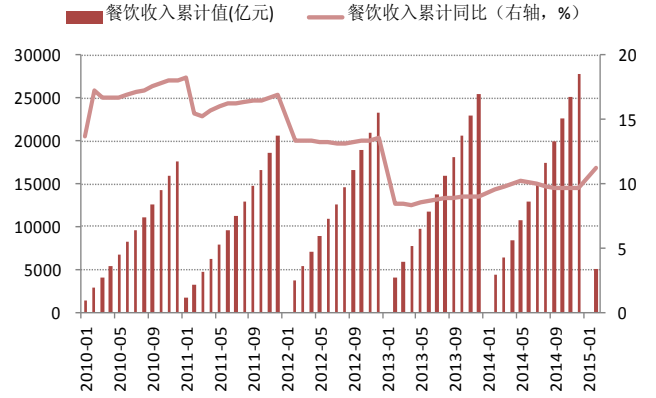
自 2012 年以来限制三公消费对于餐饮业影响较大，导致调味品行业收入增速放缓。经过将近两年时间的调整，2014 年以来行业收入增速已维持在 10%左右，整个供需结构平衡已重新构建，未来行业将依然保持稳定增长。

图 15: 酱醋调味品收入增速重拾增势



数据来源：公司公告，西南证券

图 16: 餐饮业已恢复稳定增长



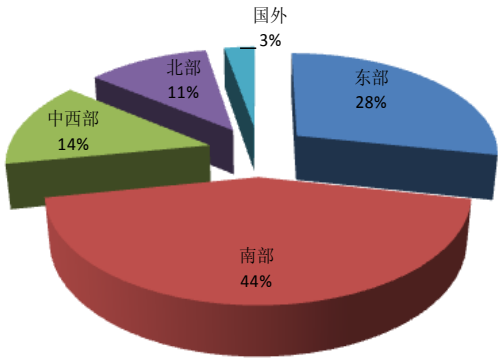
数据来源：公司公告，西南证券

（二）渠道开拓空间广阔，市占率将逐步提升

1、渠道开拓空间广阔

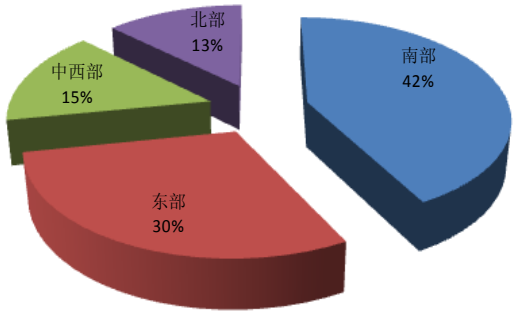
2014 年，公司调味品（南部地区剔除地产及相关业务影响）南部、东部、中西部及北部地区占比分别为 44%、28%、14%、11%；从 14 年中期毛利来看南部、东部、中西部及北部地区占比分别为 42%、30%、15%、13%（2014H2 不再披露各地区成本），无论是收入还是毛利南部和东部地区均占据绝对份额（收入合计占比 72%、毛利合计占比 72%），而中西部及北区地区占比较低。

图 17: 2014 年公司调味品分区域收入结构（经调整）



数据来源：公司公告，西南证券

图 18: 2014 年中期公司调味品分区域毛利结构（经调整）



数据来源：公司公告，西南证券

从分区域收入增速来看，广东省外收入增速远高于省内、中西部及北部地区收入远高于南部和东部，主要由于：一、生抽的普及。北方习惯于使用老抽，随着广式酱油的普及和广告宣传效应，北方消费者逐步倾向于常备老抽和生抽的习惯，生抽使用量快速提升。二、消费升级带来产品结构提升，更多消费者青睐于高品质类产品。三、公司逐步开拓中西部及北部市场，同时基数较低也促使收入快速增长。

表 1：中炬高新省内增速高于省外、中西部和北部增速高于南部和东部

	2010	11H1	2011	12H1	2012	13H1	2013	14H1	2014
广东省内	14%	17%	26%	12%	26%	22%	——	——	——
广东省外	31%	30%	24%	26%	25%	31%	——	——	——
南部	——	——	——	——	——	——	17%	17%	11%
东部	——	——	——	——	——	——	22%	28%	20%
中西部	——	——	——	——	——	——	32%	24%	25%
北部	——	——	——	——	——	——	37%	35%	33%

数据来源：公司公告、西南证券（南部地区剔除了非调味品业务的影响）

目前，公司采用五级市场模式：一级市场广东、浙江、海南，收入占比最大，主要竞争对手也集中于该区域，策略是继续巩固，保持适度增长，农贸、商超及餐饮都要加大投入；二级市场广西、福建地区，需要重点培育；三级市场为江西、东北地区；四级市场为华北；其他为五级市场。一级市场要覆盖到乡镇，二级市场到县，三级到地级市，四级、五级到省会。

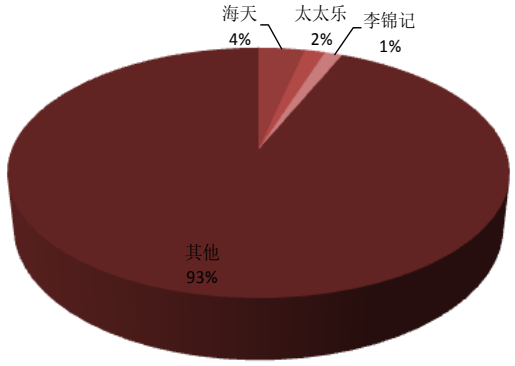
从公司渠道战略来看，目前二级及以外的市场空间依然很大。根据我们的草根调研，河南和四川某两个三线城市，公司只在重点超市有所铺货，而中小型超市、便利店、县及乡镇超市均未铺货。同时，我们在华东地区走访两家大型超市，公司也才刚铺货不久，消费者反映公司产品品质不错，促销的时候首次购买，而后持续购买的可能性较大，且有部分超市在促销后两周内出现缺货现象。

我们认为公司产品是广式酱油高品质的代表（气候及酿造工艺决定了产品口感），随着公司逐步开拓北部及中西部市场，渠道下沉将推动公司收入长期稳定增长。

2、市占率将逐步提升

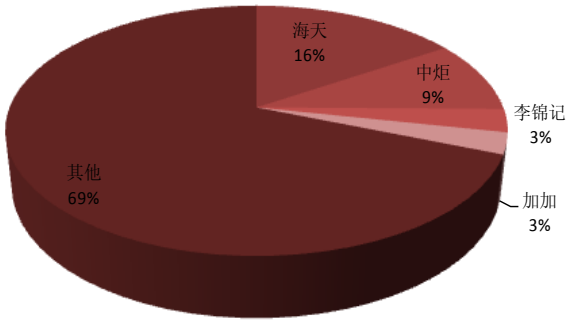
目前，调味品行业 CR3 仅为 7%左右，酱油行业 CR4 也仅为 30%左右（中矩市占率 9%），行业集中度依然偏低。龙头企业将逐步侵占中小企业市场份额，市占率逐步提升：1、龙头企业拥有资金、管理、品牌、渠道等方面的优势，在提倡食品安全和消费升级的大趋势下，市场份额将会逐步向有品牌和质量优势的龙头企业集中；2、调味品龙头更多集中于华南地区，各种调味品从华南地区逐步向其他区域扩散已是大趋势，推动龙头企业集中度提升。对于酱油子行业，广式酱油具有先天的味觉优势，龙头企业海天、中矩、李锦记将逐步通过华南、华东地区渠道下沉，中西部和北部地区市场开拓，实现市场份额的逐步提升。

图 19: 调味品行业市占率



数据来源：WIND 资讯，调味品协会、西南证券

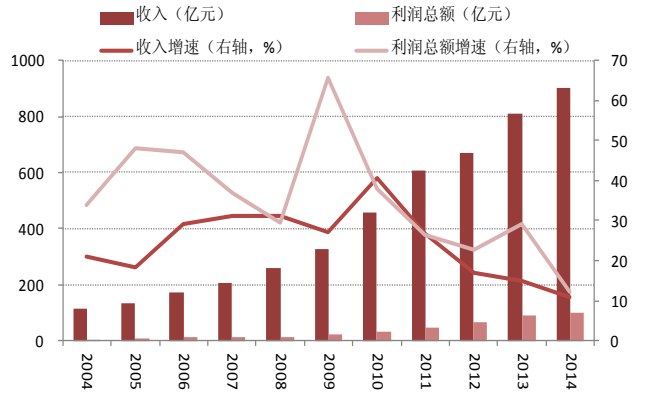
图 20: 酱油行业市占率



数据来源：WIND 资讯，调味品协会、西南证券

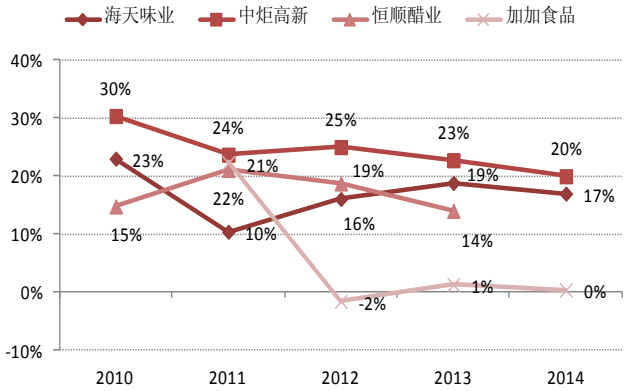
酱醋子行业增速虽有所下滑，但行业增速依然保持在 10%左右，相对于大多数的消费品行业仍然保持稳定高速增长，且龙头企业海天（+17%）、中炬（+20%）、恒顺（预计+15%）收入增速远超行业的 10%，同时增速稳健，显示龙头企业的竞争优势和市占率提升的逻辑。

图 21: 酱醋子板块增速有所下滑



数据来源：WIND 资讯，西南证券

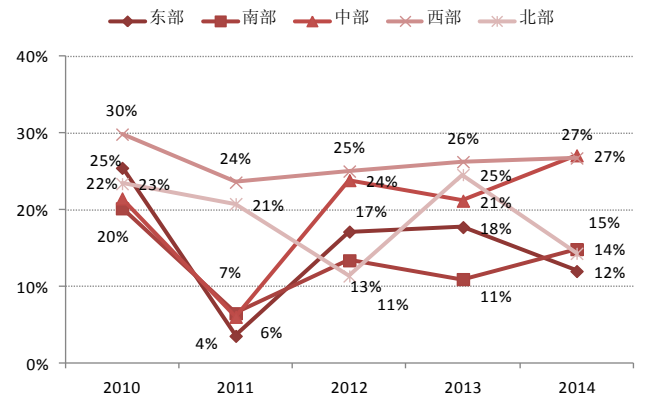
图 22: 龙头企业收入增速远超行业增速



数据来源：公司公告、西南证券（中炬和恒顺仅使用调味品增速）

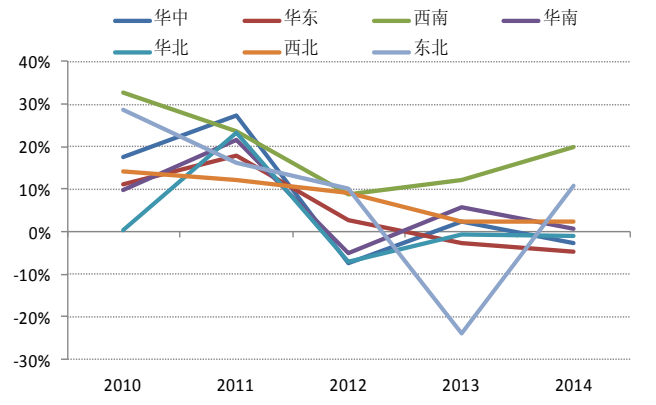
在行业增速趋缓的大环境下，龙头企业增速远超于行业，主要得益于市场的开拓和渠道的下沉。

图 23: 海天味业中西部增速远超东部和南部



数据来源：公司公告、西南证券

图 24: 加加食品西南地区增速远超其他区域

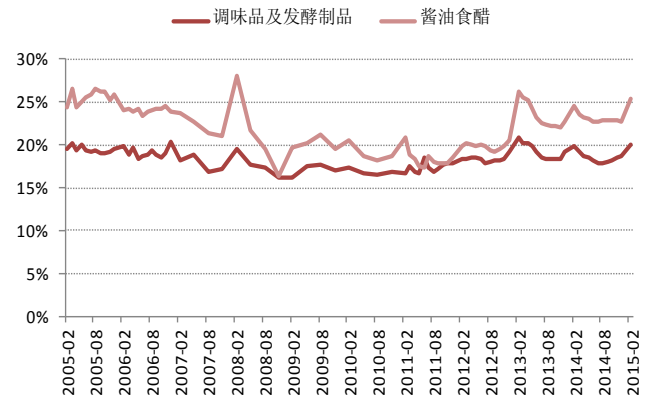


数据来源：公司公告、西南证券

（三）盈利能力持续提升

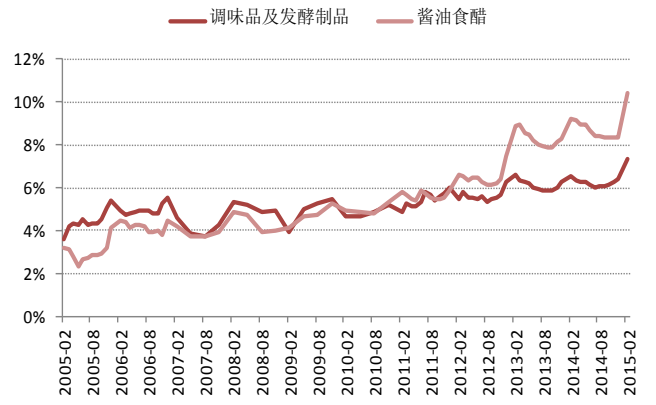
调味品和酱醋制品行业整体盈利能力持续提升，调味品毛利率和净利率达到 20%、7%左右，酱醋制品毛利率和净利率达到 25%和 10%左右。龙头企业盈利能力也显著高于行业平均，海天和恒顺毛利率在 40%左右，中矩和加加的毛利率也超过 30%；海天净利率已达到 21%，中矩为 12%，恒顺和加加也在 7%-8%左右，且处于逐步上升的趋势。龙头企业的毛利率、净利率均显著高于行业均值，且处于上升趋势。盈利能力的持续提升得益于以下几个方面：1、管理能力持续提升，无论是公司整体管理（厨邦智造）、还是技术优势等，都从根本上改善公司的盈利能力；2、规模优势凸显，阳西基地已建成产能超过 10 万吨，新增产能均是高度自动化，规模优势显著提升盈利能力。

图 25: 调味品和酱油食醋毛利率提升趋势明显



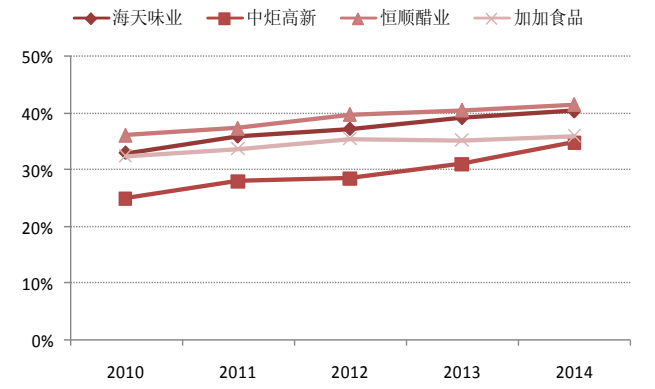
数据来源：Wind 资讯、西南证券

图 26: 调味品和酱油食醋净利率提升趋势明显



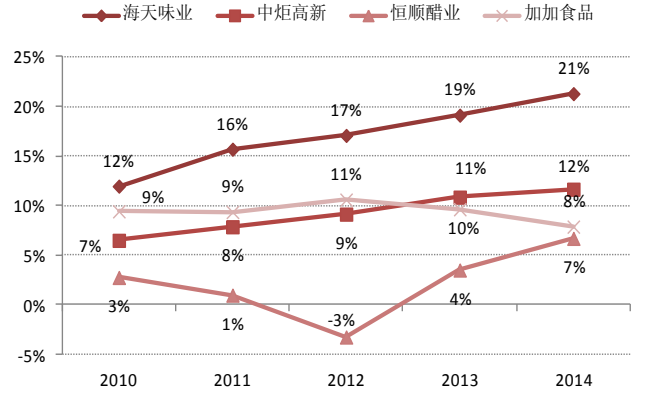
数据来源：Wind 资讯、西南证券

图 27: 龙头企业毛利率远超行业均值



数据来源：Wind 资讯、西南证券

图 28: 龙头企业净利率远超行业均值



数据来源：Wind 资讯、西南证券

（四）国企改革预期

三、盈利预测与投资建议

我们给予中汇合创 2 倍 PB 估值 22.2 亿元，公司持股 79.16%，对应市值 17.6 亿元，其他产业估值 1.4 亿元，则调味品目前市值 101 亿元。按照 12%净利率计算公司 15 年调味品净利润为 3.28 亿元，对应估值 30 倍(海天 15 年已达到 40 倍 PE)，与同行相比估值偏低。我们认为公司渠道空间将支撑酱油业务长期稳健增长，同时国企改革值得预期，给予公司调味品 15 年 42 倍估值，对应目标价 19.67 元，维持买入评级。

表 2: 分业务收入及毛利率预测

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	1,754	2,317	2,642	2,942	3,418	3,960
yoy		32%	14%	11%	16%	16%
营业成本	1,254	1,592	1,730	1,925	2,227	2,572
毛利率	29%	31%	35%	35%	35%	35%
调味品						
收入	1612	1979	2320	2737	3203	3731
yoy		23%	17%	18%	17%	17%
成本	1151	1364	1512	1779	2072	2407
毛利率	29%	31%	35%	35%	35%	36%
配件						
收入	48	71	71	72	73	73
yoy		46%	1%	1%	1%	1%
成本	38	50	49	50	51	51
毛利率	21%	29%	31%	30%	30%	30%
地产						
收入	84	223	53	53	64	77
yoy		165%	-76%	0%	20%	20%
成本	56	149	43	44	52	63
毛利率	34%	33%	19%	18%	18%	18%
其他业务收入						
收入	10	45	198	79	79	79
yoy		364%	341%	-60%	0%	0%
成本	9	29	125	51	51	51
毛利率	2%	36%	37%	35%	35%	35%

数据来源：公司公告、西南证券

表 3: 中炬高新各业务估值表

项目	数值
中汇合创净资产（亿元）	11.10
给予市净率（倍）	2.00
中汇合创估值（亿元）	22.20
中炬高新持股	79%
中炬高新持股部分市值（亿元）	17.57
其他产业市值（亿元）	1.40
中炬高新总体市值（亿元）	120.00
调味品估值（亿元）	101.03
调味品 2015 年净利润（亿元）	3.28
调味品估值 PE（倍）	30.80

数据来源：公司公告，西南证券

四、风险提示

1、阳西基地产能释放低于预期风险。

2、地产业务未达预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2641.90	2941.62	3418.34	3960.29
营业成本	1731.10	1924.69	2226.80	2572.22
营业税金及附加	45.25	50.38	58.54	67.82
销售费用	231.00	258.86	293.98	336.62
管理费用	288.31	352.99	410.20	467.31
财务费用	33.21	47.25	46.09	44.61
资产减值损失	0.83	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.31	10.00	12.00	15.00
公允价值变动损益	0.27	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	322.79	317.45	394.74	486.70
其他非经营损益	21.24	17.00	17.00	17.00
利润总额	344.02	334.45	411.74	503.70
所得税	51.39	50.17	61.76	75.55
净利润	292.63	284.28	349.98	428.14
少数股东损益	5.84	6.50	8.00	9.50
归属母公司股东净利润	286.79	277.78	341.98	418.64

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	292.63	284.28	349.98	428.14
折旧与摊销	86.39	105.72	119.42	133.89
财务费用	33.21	47.25	46.09	44.61
资产减值损失	0.83	-0.20	0.10	-0.05
经营营运资本变动	-329.77	-76.58	-149.29	-141.52
其他	251.67	-10.00	-12.00	-15.00
经营活动现金流净额	334.96	350.46	354.29	450.07
资本支出	-394.93	-130.00	-200.00	-210.00
其他	18.41	10.00	12.00	15.00
投资活动现金流净额	-376.52	-120.00	-188.00	-195.00
短期借款	-64.12	-45.02	11.68	-52.58
长期借款	-11.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-17.75	0.00	0.00	0.00
支付股利	-64.53	-86.95	-84.22	-103.68
其他	113.83	-74.70	-46.09	-44.61
筹资活动现金流净额	-43.57	-206.66	-118.62	-200.87
现金流量净额	-84.95	23.80	47.67	54.19

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	270.36	294.16	341.83	396.03
应收和预付款项	300.86	334.64	387.61	448.09
存货	1261.25	1366.24	1558.36	1748.77
其他流动资产	160.08	177.92	206.31	238.57
长期股权投资	51.73	51.73	51.73	51.73
投资性房地产	429.60	429.60	429.60	429.60
固定资产和在建工程	1367.45	1396.70	1482.51	1564.10
无形资产和开发支出	115.64	112.16	108.44	104.46
其他非流动资产	102.00	100.50	99.00	97.51
资产总计	4058.97	4263.66	4665.39	5078.85
短期借款	100.00	54.98	66.67	14.08
应付和预收款项	601.95	668.45	771.95	889.76
长期借款	108.57	108.57	108.57	108.57
其他负债	635.91	638.24	659.03	682.80
负债合计	1446.43	1470.24	1606.21	1695.21
股本	796.64	796.64	796.64	796.64
资本公积	279.16	279.16	279.16	279.16
留存收益	1262.39	1453.22	1710.98	2025.95
归属母公司股东权益	2354.64	2529.02	2786.78	3101.75
少数股东权益	257.90	264.40	272.40	281.90
股东权益合计	2612.54	2793.42	3059.18	3383.64
负债和股东权益合计	4058.97	4263.66	4665.39	5078.85

财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
销售收入增长率	13.96%	11.35%	16.21%	15.85%
营业利润增长率	26.96%	-1.65%	24.35%	23.30%
净利润增长率	32.80%	-2.85%	23.11%	22.33%
EBITDA 增长率	22.80%	6.34%	19.09%	18.73%
获利能力				
毛利率	34.48%	34.57%	34.86%	35.05%
三费率	20.91%	22.41%	21.95%	21.43%
净利率	11.08%	9.66%	10.24%	10.81%
ROE	11.20%	10.18%	11.44%	12.65%
ROA	5.96%	7.21%	8.55%	9.45%
ROIC	12.75%	11.01%	12.40%	13.69%
EBITDA/销售收入	16.75%	15.99%	16.39%	16.80%
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.71	0.77	0.81
固定资产周转率	2.25	2.33	2.50	2.74
应收账款周转率	49.57	52.73	53.79	53.72
存货周转率	1.40	1.46	1.52	1.56
销售商品提供劳务经现金/营业收入	110.22%	--	--	--
资本结构				
资产负债率	35.64%	34.48%	34.43%	33.38%
带息债务/总负债	48.66%	44.81%	41.74%	36.45%
流动比率	2.39	2.54	2.51	2.62
速动比率	0.88	0.94	0.94	1.00
股利支付率	22.50%	31.30%	24.63%	24.77%
每股指标				
每股收益	0.36	0.35	0.43	0.53
每股净资产	3.28	3.51	3.84	4.25
每股经营现金	0.42	0.44	0.44	0.56
每股股利	0.08	0.11	0.11	0.13

业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	442.39	470.42	560.24	665.19
PE	41.92	43.28	35.15	28.71
PB	4.60	4.30	3.93	3.55
PS	4.55	4.09	3.52	3.04
EV/EBITDA	25.06	23.40	19.58	16.33
股息率	0.54%	0.72%	0.70%	0.86%

数据来源：WIND 资讯，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