安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 04 月 13 日

万马股份（002276.SZ）

公司分析

证券研究报告

一次设备

布局互联网+新能源汽车充电入口

■**线缆行业龙头多业务领域布局，谋求企业再升级：**公司为国内电线电缆行业龙头企业，已拥有相关知识产权 260 余项，并荣获中国电气工业百强称号。上市之后，设立新能源子公司于国内率先开展电动汽车充换电设备及系统研发工作；收购万马高分子（国内交联绝缘材料行业龙头）、万马特缆、天屹通信 100%股权，扩充公司电缆主业产品线。近期又与国电通、法国 IES 签署合作协议，分别发展分布式光伏与充电设备业务；同时拟设立爱充网络科技子公司，切入充电运营领域，多业务布局势头强劲，未来发展空间丰富。

■**线缆行业增势趋缓、集中度提升，公司优势有望持续扩大：**我国线缆行业市场容量已超万亿，但 2012 年之后线缆行业收入及利润增速均下滑明显，2014 年行业收入/业绩增速分别为 2.8%/0.8%；对标美、日等发达市场，我国线缆行业集中度上升空间巨大（美国前三行业市占率超 50%，我国前 19 大行业市场份额仅约 11%），随着公司线缆行业龙头地位的不断凸显，万亿电缆市场中的份额提升将为公司带来极为可观的销售收入，公司龙头优势望持续扩大。

■**新能源汽车迎极佳发展机遇，公司提前布局静待收获到来：**新能源汽车行业政策频出，行业发展提速；我国配套充电设备产能难以匹配现象望大幅改善，电动汽车充电行业成长空间巨大。公司借助新能源子公司汽车充电设备方面的丰富积累，在 2014 年国网电动汽车充电设备公开招标 1、2、4 批次竞标中均获得订单，公司电动汽车充电设备业务终迎收获。现阶段公司已筹划建立爱充网络科技子公司，切入充电运营领域，未来想象空间丰富。

■**与国电通合作，积极探索分布式光伏领域：**公司已与“国电通讯网络”就投资设立云光伏相关公司与建设嘉兴 10MWP 云光伏项目达成合作协议，现阶段“云光伏”运营服务平台已初具雏形，在分布式光伏新业务上的开拓，将为公司业绩增加新增长点。

■**投资建议：**我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元、0.47 元，按照 200 亿市值估值，6 个月目标价 21 元，给予“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**电网建设投资低于预期风险，新能源汽车政策低于预期风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,850.9	4,855.6	5,857.0	6,794.1	7,983.0
净利润	177.6	220.0	235.4	307.9	441.2
每股收益(元)	0.19	0.23	0.25	0.33	0.47
每股净资产(元)	2.47	2.68	2.88	3.15	3.52

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	74.8	60.4	56.4	43.1	30.1
市净率(倍)	5.7	5.3	4.9	4.5	4.0
净利润率	4.6%	4.5%	4.0%	4.5%	5.5%
净资产收益率	7.7%	8.7%	8.7%	10.4%	13.3%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	14.6%	9.2%	8.7%	10.7%	14.5%

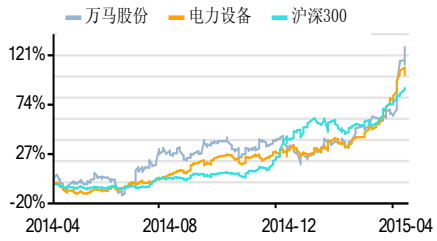
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	21.00 元
股价（2015-04-10）	14.15 元

交易数据

总市值（百万元）	13,295.84
流通市值（百万元）	11,877.38
总股本（百万股）	939.64
流通股本（百万股）	839.39
12 个月价格区间	5.80/15.12 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	8.35	43.98	33.89
绝对收益	31.75	66.47	124.96

黄守宏 分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

010-66581627

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

1. 线缆行业龙头多业务领域布局，综合发展谋求公司再升级

公司作为浙江万马集团的核心公司，是国家火炬计划临安产业基地骨干企业。成立以来已拥有知识产权 260 余项，被评为中国电气工业 100 强，并获得最具投标实力的电线电缆制造商 10 强等称号。身为国内电线电缆行业内龙头企业，公司自上市以来加速拓展电力能源相关产业链的业务。

表 1：公司部分专利及荣誉介绍

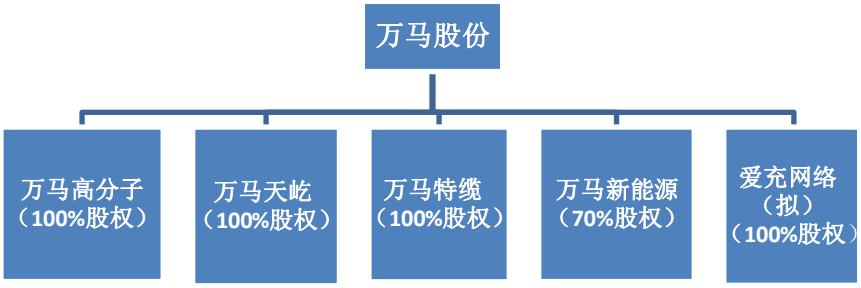
专利	荣誉
电缆快速对接装置（发明）	中国轨道交通创新力企业 TOP50 强浙江省百强高新技术企业（2013）
电缆测试终端及其测试方法（发明）	浙江省工商信用 AAA 级企业（2013）
风力发电用抗严寒耐扭曲软电（实用新型）	杭州市十大产业重点企业（2013）
橡胶过滤装置（实用新型）	杭州市统计系统先进集体（2013）

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2010 年底公司设立子公司万马新能源，其致力于研制智能电网相关的电力电子应用产品，其中包含电动汽车充电站设备的开发。2012 年公司重组万马集团旗下电缆产业，先后收购万马高分子（国内交联绝缘材料行业龙头）、万马特缆、天屹通信 100%股权，主业从单纯的电力电缆领域扩展到电缆料、同轴电缆、光缆等领域，产品线不断丰富。目前公司产品已覆盖高、中、低、特种电缆，电动汽车充电模块、充电桩、充电站整体解决方案。

近阶段，公司业务拓展势头仍旧强劲。电动汽车新能源领域，2014 年 6 月公司与国电通双方签署合作协议，分别出资设立合资公司“电腾云光伏科技”，计划从事基于云计算的光伏产品研发、销售；2014 年 9 月万马新能源与法国第一大工业电动车充电器供应商 IES-Synergy SAS 拟设立合资子公司，共同开拓我国电动车设备市场；2014 年 11 月公司拟出资 1 亿元设立子公司“爱充网络科技”，进军充电服务营运领域。传统电缆业务方面，2015 年 3 月公司拟收购“华光电缆”90%股权，收购完成后“华光电缆”核级电缆等特种电缆产品将进一步丰富公司产品线。

图 1：公司主要控股子公司（股权占比 70%以上）介绍



数据来源：wind，安信证券研究中心

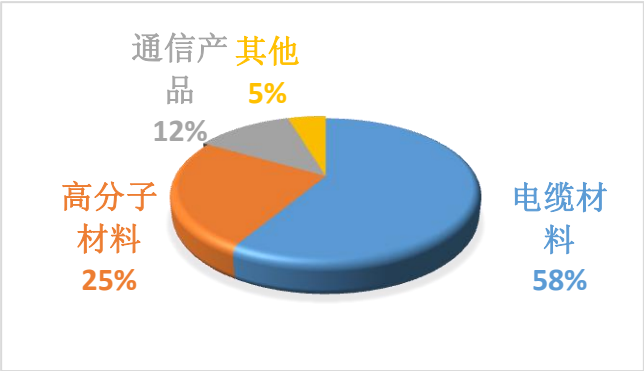
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表2：公司主要产品简介

业务类型	简介	主要产品
高压电缆	传输 35KV（1KV=1000V）以上的电力电缆，应用于电力传输的主干道。	300/500kv、127/220kv 交联聚乙烯绝缘皱纹铝套电缆结构等
中压电缆	传输 35KV（1KV=1000V）以下的电力电缆	35kv、10kv 三芯交联聚乙烯绝缘架空电缆等
低压电缆	传输 0.6/1KV 以下的电缆，与中高压电缆绝缘类型不同	0.6/1kv (4+1) 聚氯乙烯绝缘钢带铠装聚氯乙烯护套电力电缆
特种电缆	在特定场合使用的有特定用途的电缆，如可以耐高温，耐酸碱，适用军品市场等	计算机对绞控制电缆、煤矿用交联聚乙烯电力电缆
充电桩	据不同的电压等级为各种型号的电动汽车充电	WM5810 二代直流充电桩、WMCD 系列锂电池充电机

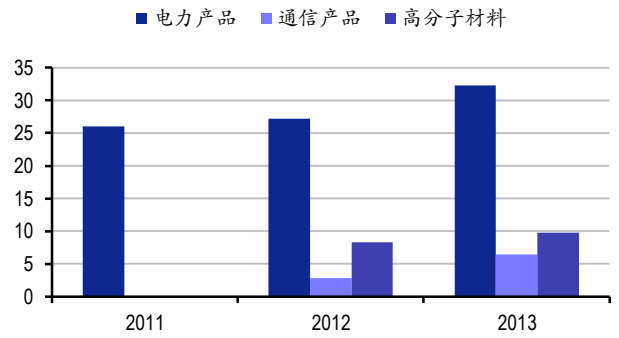
数据来源：公司官网，安信证券研究中心

图 2：2014H 分产品构成



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 3：2011-2103 年分产品收入情况（亿）



数据来源：wind，安信证券研究中心

电力产品一直是公司主要收入来源，2012-2013 年该产品收入占比分别为 70.9%/66.6%，但相应比重呈现逐步下降趋势。

高分子产品收入主要来自“万马高分子”子公司，该产品 2012-2013 年占比分别为 21.7%/20.1%，2014 年上半年，公司共实现高分子材料收入 5.47 亿元，占比 25%，展现出一定上升趋势。

万马高分子作为国内交联绝缘材料行业龙头，在国内拥有 500 多家长期合作客户，在国外也成为了如普睿司曼、特雷等知名企业的合作伙伴。另外万马高分子还配备了省级研究开发中心、十四个实验室以及四个中试车间，研发能力强大。通过多年耕耘，万马高分子具备了较强产业链优势，对上游材料有极强议价优势，保障了公司的毛利率水平。

通信产品 2012-2013 年产品占比为 7.4%、13.3%，呈上升态势。该部分产品收入主要来自子公司天屹通信及万马特缆。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

天屹通信主导产品涵盖广电网络传输所需的全部线缆，可满足各类型客户的一次性采购需求。2013 年天屹通信在内蒙古、陕西等区域的市场拓展成效明显，广电市场的占有率进一步提高，同时通过产品和技术创新，在进一步巩固日本市场的同时，新产品也同时进入欧洲市场。

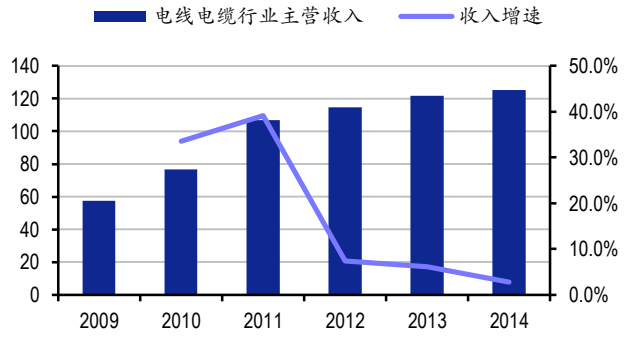
万马特缆主要从事物理发泡同轴电缆产品的研发及生产销售，并通过了由中国海关总署与美国海关共同开展的 C－TPAT（海关与商界反恐伙伴计划）中美联合验证，对于其出口贸易有着极为证明的促进作用。2013 年万马特缆实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 0.4%；实现净利润 3734.84 万元，同比增加 3.8%

2. 公司分析

2.1. 电线电缆行业增势趋缓、集中度提升；公司优势望继续扩大

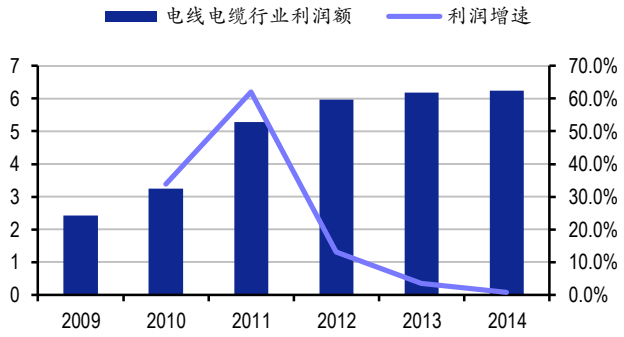
我国电线电缆企业总收入、利润增势双双趋于平缓；电线电缆企业总收入从 2009 年的 5741.5 亿元增至 2014 年 12502.7 亿元，年均复合增长率 16.8%，但 2012 年后增速下滑至 10%以下，2014 年增速最低，仅有 2.8%；电线电缆企业利润总额从 2009 年的 243.4 亿元增至 2014 年 623.4 亿元，年均复合增长率 20.7%，但单年增速同样在 2012 大幅下滑，2014 年全行业企业利润总额增速仅为 0.8%。

图 4：电线电缆行业主营收入（百亿）



数据来源：统计局，安信证券研究中心

图 5：电线电缆行业利润额（百亿）

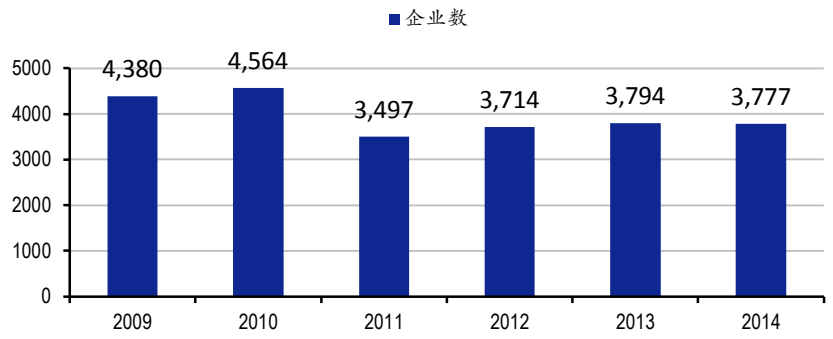


数据来源：统计局，安信证券研究中心

业内公司数量有所减少，行业集中度有充足提升空间，公司有望享受集中度提升红利。相较于 2010 年电线电缆业内 4564 家企业的“盛况”，近年间行业内公司数量有了一定程度上的缩减，2014 年行业内共有 3777 家公司参与相关市场竞争，较 2010 年高峰时期减少了 787 家。据相关资料统计，2013 年我国线缆行业前 19 企业市场份额约 11.7%左右与美、日本等发达国家相比(美国前三企业市场份额超 50%，日本前七企业市占率近 85%)，市场集中度提升空间巨大。2013 年公司主营收入占全行业比例仅 0.4%，但随着公司线缆行业龙头地位的不断凸显与行业集中度的上升趋势，公司在万亿电缆市场中的份额提升将为公司带来极为可观的销售收入。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 6：电线电缆行业企业家数



数据来源：统计局，安信证券研究中心

公司线缆行业布局广泛，多点开花。在超高压产品方面，公司成功突破国网 220KV 定单量，成为少数几家有资格同时向国网和南网提供此产品的电缆制造商，超高压产品销量同比增长超过 30%；在大行业用户方面，公司轨道交通和风力电缆相关产品销售收入连续两年增速超 80%，2013 年轨道交通和风力电缆行业产品销售收入已占到公司营业收入的 12%，同时公司也是连续三年获得“轨道交通创新力企业 50 强”的唯一的电缆制造商。在未来随着公司成功开发超级柔性防火电缆、铝合金电缆，皆具备批量生产能力，产能结构与市场需求更加匹配，未来线缆销量有望继续增长。

加强特种电缆的并购，提升市场占有率：公司近期公告，以 1.8 亿元收购江苏华光电缆电器有限公司 90%股权，华光电缆是一家专业从事核级电缆、船用电缆、电气贯穿件等产品生产与销售的电缆电器企业。公司拥有民用核设备设计与制造许可证、船用电缆工厂认可证书（CCS、ABS、GL、BV)、军工产品质量体系认证及三级保密单位资格证书等资质。本次股权收购事项若能达成，将有利于促进合作各方实现优势互补、资源共享；有利于丰富万马股份线缆事业板块产品线，满足客户一站式采购及服务需求；有利于提升万马股份在特殊领域用电缆产品的研发能力，抓住市场发展机遇，提高长期盈利能力。转让方承诺，标的公司 2015 年净利润不低于 2,000 万元，2016 年净利润较 2015 年增长不低于 20%且不低于 2,400 万元，2017 年净利润较 2016 年增长不低于 25%且不低于 3,000 万元。

2.2. 新能源汽车迎极佳发展机遇，公司提前布局静待收获到来

2.2.1. 新能源汽车迎发展良机，配套充电设备成长空间广阔

自 2010 年我国将新能源汽车确定为战略性新兴产业以来，为推进新能源汽车产业的快速发展，从国家至地方（北京、上海、广州、深圳、天津、西安等）已发布多项产业扶持政策，形成了一定的上下联动。随着政策效果的不断传导，2013 年开始，新能源汽车产业发展开始加速。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 3：部分新能源汽车国家层面政策

时间	发布单位	政策名称
2012.6.28	国务院	节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020）
2014.1.28	财政部	关于进一步做好新能源汽车推广应用的工作通知
2014.7.14	国务院	关于加快新能源汽车推广应用的指导意见
2014.7.22	发改委	关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知
2015.3.18	交通部	关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见
2015.3	国务院	“推广新能源汽车，治理机动车尾气，提高油品标准和质量，在重点区域内重点城市全面供应国五标准车用汽柴油”。

数据来源：互联网，安信证券研究中心

新能源电动汽车的推广离不开充电桩及充电设备的发展，二者相互促进，同时也彼此制约。根据国务院《节能与新能源汽车产业发展规划》，2015 年，我国纯电动汽车和混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，其累计产销量力争达 500 万辆。然而，截止 2014 年底，我国仅建成充换电站 723 座、充电桩 2.8 万个，建设速度远远低于预期，无法匹配电动车的计划产能。

充电设备的覆盖不足已成为制约电动汽车发展的主要因素之一。为实现国家新能源汽车规划目标，充电设备大批量生产以及基础设施建设将成重点，未来电动汽车充电行业成长空间巨大。

表 4：节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020 年)主要目标

主要目标	内容
产业化取得重大进展	到 2015 年，我国纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆。
燃料经济性显著改善	2015 年，当年乘用车平均燃料消耗量降至 6.9 升/百公里，节能型乘用车 5.9 升/百公里以下。到 2020 年，当年乘用车平均燃料消耗量降至 5.0 升/百公里，节能型乘用车 4.5 升/百公里以下
技术水平大幅提高	掌握混合动力、先进内燃机、高效变速器、汽车电子和轻量化材料等汽车节能关键核心技术
配套能力明显增强	**充电设施建设与新能源汽车产销规模相适应**
管理制度较为完善	构建市场营销、售后服务及动力电池回收利用体系

数据来源：安信证券研究中心

2.2.2. 国家充电设施发展规划将出台

根据新能源汽车百人会上政府部门透露的信息，按照国务院办公厅加快新能源汽车推广应用指导意见有关精神制定的**国家级别的充电设施的发展规划即将出台**，国家能源局主

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

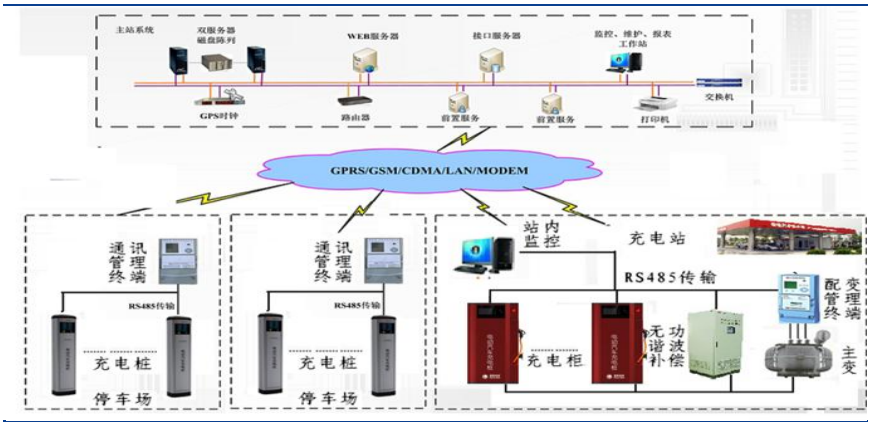
持、工信部、交通部、城建，国土，财政等一系列的各方力量共同支持，尽快建立相关部门间的协调机制，理顺相关的管理机制和管理流程，完善的技术标准。先从标准出发，创新管理机制，有效的协调各个部门之间的共同配合，将充电设施的运营模式有所创新。

按照规划，2020 年电动车会由现在的十万辆增加到五百万辆，增长速度是五十倍。能源局按照这个规划进行的测算，集中式的充换电站从现在的 593 座（2014 年 6 月的数据）增长到 1.2 万座，大概是 30 倍，分散式充电桩到 2020 年达到 450 万个，增长大概一百倍。按照能源局电力司副司长童光毅先生个人的判断，一旦机制和体制运作到位了，条件成熟了，这个数字比想象得要快。新能源汽车充电设施和运营巨大的投资机会来临，充电设施市场预计达到千亿元。

2.2.3. 公司电动车充电领域提前布局，未来将切入充电运营领域

公司子公司“万马新能源”早在 2010 年底成立之初，便已着手研发电动汽车相关充换电设备及系统的研发工作，作为国内较早进入电动汽车充电领域的行业先锋，公司至今已积累了雄厚的技术资本与生产经验。其中公司自主研发的 WM5830 交流充电桩早在 2011 年便通过国家级型式试验，研发的《万马充电站管理系统 V1.0》也于同年取得了国家软著权。

图 7：公司 WM 主站运营管理系统



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

2014 年公司抓住国网电动汽车充电设备公开招标契机，在年内 1、2、4 批次竞标中均获得订单，**公司电动汽车充电设备领域终迎收获季节**。三次公开招标中， 2014 上半年的国网电动汽车充电设备集中招标公司交流充电桩、直流充电桩分别中标率约 12.7%、9.1%，在 2014 年第四批国网电动汽车充电设备招标中，公司也预中标整车充电设备 20 套。公司国网充电设备招标过程中的不断中标为公司电动汽车充电业务的发展奠定了极良好的基础，未来随着充电设备市场的逐步扩大，公司该业务有望实现跨越式增长。

筹划设立子公司爱充网络科技，切入充电运营服务领域。公司 2014 年 11 月公告称：拟出资 1 亿元，设立浙江爱充网络科技有限公司，新公司将主要致力于为电动交通工具提供方便、快捷、经济的充电服务。公司对爱充网络的规划是：通过自建或合作的模式在新能源试点省市内建设充电设施服务网络，进而推广全国。在 2014-2016 年布点 1 万个，为电动汽车用户节省同等汽油车 50%燃油费的情况下收取充电服务费，预计 2016 年开始盈利，内部收益率不低于 25%（按设备 8 年使用寿命计算）。

未来随着爱充网络公司的落地，公司转型充电运营商将迈出实质性步伐。基于公司充电

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

设备的销售与数据采集，公司有望在充电运营中加入互联网思维，形成相应的汽车充电产业生态圈，为公司未来打开无尽想象空间。

2.3. 与国电通合作，积极探索分布式光伏领域

2014 年 3 月，公司与“国电通讯网络”签署《关于云光伏产业之战略合作框架协议》就投资设立云光伏运营服务公司、云光伏产业公司和投资建设嘉兴 10MWP 云光伏项目等事宜达成战略合作意向。目前公司已在嘉兴光伏示范产业园区成立浙江万马光伏有限公司，正针对示范电站工程建设与主流组件设计创新及融资模式创新经行相关工作；与国电通合资成立的“电腾云光伏科技有限公司”旗下的“云光伏”运营服务平台也已初具雏形。

两家公司合作产生的协同效应，将助新公司实现较好的资源和优势互补。公司在分布式光伏新业务上的开拓，将为公司业绩增加新增长点。

3. 风险因素

电网建设投资低于预期风险，新能源汽车政策不达预期风险，电动汽车应用推广效果不及预期的风险，收购项目业绩风险

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元、0.47 元，给予“买入-A”投资评级，按照 200 亿市值估值，6 个月目标价 21 元。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 04 月 13 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**3,850.9**	**4,855.6**	**5,857.0**	**6,794.1**	**7,983.0**
减:营业成本	3,244.6	4,118.6	4,915.3	5,652.7	6,546.1
营业税费	14.9	20.5	24.6	28.5	33.5
销售费用	223.2	221.7	281.1	326.1	383.2
管理费用	135.5	219.9	351.4	407.6	479.0
财务费用	55.0	51.0	36.8	51.2	62.8
资产减值损失	25.7	18.6	20.0	20.0	20.0
加:公允价值变动收益	2.0	-0.8	-	-	-
投资和汇兑收益	-0.4	1.5	-	-	-
营业利润	**153.6**	**206.1**	**227.6**	**307.9**	**458.5**
加:营业外净收支	44.5	36.9	38.4	40.0	40.0
利润总额	**198.1**	**243.0**	**266.0**	**347.9**	**498.5**
减:所得税	21.6	24.1	30.6	40.0	57.3
净利润	**177.6**	**220.0**	**235.4**	**307.9**	**441.2**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	746.3	668.6	468.6	815.3	958.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,494.4	1,694.8	2,209.9	2,319.5	3,002.5
应收票据	143.5	209.2	246.4	282.1	338.8
预付帐款	40.7	26.8	55.2	39.0	70.1
存货	395.4	356.0	463.2	478.9	612.1
其他流动资产	6.7	1.8	2.0	2.0	2.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	592.0	622.7	559.5	496.4	433.3
在建工程	77.6	27.4	27.4	27.4	27.4
无形资产	102.1	99.4	96.7	94.1	91.4
其他非流动资产	309.4	311.5	311.6	310.7	310.5
资产总额	**3,915.1**	**4,025.0**	**4,447.4**	**4,872.4**	**5,853.0**
短期债务	909.8	839.0	741.5	854.2	1,005.2
应付帐款	254.2	331.2	433.4	445.9	572.4
应付票据	168.0	119.8	289.8	181.3	364.2
其他流动负债	199.5	180.4	257.5	224.4	310.4
长期借款	41.2	17.8	-	195.0	276.3
其他非流动负债	16.8	14.9	15.0	15.0	15.0
负债总额	**1,589.5**	**1,503.1**	**1,737.2**	**1,915.8**	**2,543.5**
少数股东权益	**4.0**	**2.9**	**2.9**	**2.9**	**2.9**
股本	928.9	938.7	938.7	938.7	938.7
留存收益	1,392.7	1,580.3	1,768.7	2,015.0	2,367.9
股东权益	**2,325.6**	**2,521.9**	**2,710.2**	**2,956.6**	**3,309.5**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	48.0%	26.1%	20.6%	16.0%	17.5%
营业利润增长率	63.7%	34.2%	10.4%	35.3%	48.9%
净利润增长率	71.4%	23.9%	7.0%	30.8%	43.3%
EBITDA 增长率	63.3%	24.7%	1.8%	28.7%	38.2%
EBIT 增长率	67.1%	23.2%	2.9%	35.8%	45.2%
NOPLAT 增长率	69.5%	24.6%	1.1%	35.8%	45.2%
投资资本增长率	98.3%	7.1%	10.1%	7.0%	13.9%
净资产增长率	46.7%	8.4%	7.5%	9.1%	11.9%
利润率					
毛利率	15.7%	15.2%	16.1%	16.8%	18.0%
营业利润率	4.0%	4.2%	3.9%	4.5%	5.7%
净利润率	4.6%	4.5%	4.0%	4.5%	5.5%
EBITDA/营业收入	6.8%	6.7%	5.6%	6.3%	7.4%
EBIT/营业收入	5.4%	5.3%	4.5%	5.3%	6.5%
运营效率					
固定资产周转天数	43	45	36	28	21
流动营业资本周转天数	106	116	112	113	114
流动资产周转天数	220	214	197	196	201
应收帐款周转天数	107	118	120	120	120
存货周转天数	31	28	25	25	25
总资产周转天数	293	294	260	247	242
投资资本周转天数	177	193	174	163	153
投资回报率					
ROE	7.7%	8.7%	8.7%	10.4%	13.3%
ROA	4.5%	5.4%	5.3%	6.3%	7.5%
ROIC	14.6%	9.2%	8.7%	10.7%	14.5%
费用率					
销售费用率	5.8%	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用率	3.5%	4.5%	6.0%	6.0%	6.0%
财务费用率	1.4%	1.0%	0.6%	0.8%	0.8%
三费/营业收入	10.7%	10.1%	11.4%	11.6%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	40.6%	37.3%	39.1%	39.3%	43.5%
负债权益比	68.4%	59.6%	64.1%	64.8%	76.9%
流动比率	1.85	2.01	2.00	2.31	2.21
速动比率	1.59	1.77	1.73	2.03	1.94
利息保障倍数	3.79	5.05	7.18	7.02	8.31
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.05	0.05	0.07	0.09
分红比率	26.1%	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	176.5	218.9	235.4	307.9	441.2
加:折旧和摊销	52.1	68.4	65.8	65.8	65.8
资产减值准备	25.7	18.6	-	-	-
公允价值变动损失	-2.0	0.8	-	-	-
财务费用	57.0	53.7	36.8	51.2	62.8
投资损失	0.4	-1.5	-	-	-
少数股东损益	-1.1	-1.1	-	-	-
营运资金的变动	-397.9	-189.7	-338.8	-273.1	-508.4
经营活动产生现金流量	**-14.8**	**151.4**	**-0.8**	**151.8**	**61.3**
投资活动产生现金流量	**-75.4**	**-48.0**	**-**	**-**	**-**
融资活动产生现金流量	**-4.8**	**-91.4**	**-199.3**	**195.0**	**81.4**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	0.19	0.23	0.25	0.33	0.47
BVPS(元)	2.47	2.68	2.88	3.15	3.52
PE(X)	74.8	60.4	56.4	43.1	30.1
PB(X)	5.7	5.3	4.9	4.5	4.0
P/FCF	-29.3	-256.3	-86.9	32.6	57.6
P/S	3.5	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	19.1	14.1	41.0	31.8	23.2
CAGR(%)	20.4%	26.3%	31.8%	20.4%	26.3%
PEG	3.7	2.3	1.8	2.1	1.1
ROIC/WACC	1.4	0.9	0.9	1.0	1.4
REP	1.4	1.9	5.4	4.1	2.6

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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

黄守宏声明，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
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。