



积极布局电商, 大健康、大农业值得期待

投资要点

- **经营回顾。**公司2014年全年实现收入16亿元, 同比-21%; 净利润3520万元, 同比-11%; 毛利率14.64%, 同比+3.49pct; 基本每股收益0.07元。15Q1收入同比-13%; 净利润同比-19%。公司预计1-6月份净利润变动幅度为-30%~0, 对应Q2单季增速为-118%~113%。
- **投资看点。**
 - 一、**新董事长上任, 注入新活力:**新任董事长郑斯敏女士积累了丰富的媒体宣传和公司运营管理经验, 上任伊始便与多家公司进行战略合作, 为公司的发展带来了新的活力。1、积极布局电商平台, 拥抱互联网+。公司加快了电商平台的布局, 一方面, 设立电商子公司——尚鲜德立电子商务有限公司, 整合现有电商资源; 另一方面与金泰集团和中商惠民旗下的“金质生活”“惠民网”等社区电商平台展开合作, 进一步拓展公司电商渠道。2、产品多元化战略, 发挥协同效应。公司与北京京铁和北京育青公司的合作, 有利于公司产品多元化战略的实施, 高端产品、休闲类产品的开拓, 也有利于公司品牌形象的推广和协同效应的发挥。
 - 二、**行业成长空间大, 冷却肉、低温肉是未来趋势:**1、行业集中度有待提升。国内肉制品行业前三大公司的市占率不到8%, 市场集中度偏低, 存在较大提升空间。2、人均消费量进一步增加。我国城乡人均肉类消费相差较大, 随着经济增长, 农村家庭人均可支配收入增加, 人均肉类消费量有望进一步增加。3、未来发展趋势——冷却肉、低温肉。消费升级和健康饮食观念的越来越被大众接受, 冷却肉和低温肉制品以其鲜美的口感、健康营养的品质成为了行业未来发展趋势。
 - 三、**产品结构日趋高端, 增长潜力巨大:**公司加快落实产品结构升级, 继续推广冷却肉消费理念, 深入细化低温肉制品和传统肉制品的延伸, 全力发展高端肉制品, 产品结构日趋高端化。冷却肉和低温肉贡献了公司70%以上的收入和毛利, 定位高端的帕塔斯火腿贡献收入2000万元左右, 市场接受度有待提高。
 - 四、**并购预期。**积极布局大农业、大健康产业, 有望迈入新的征程。公司将根据目前主业, 展开相关行业整合, 将在牛羊肉食品方面、互联网+、食品健康服务等领域进行关注。
- **盈利预测与投资建议:**预计公司2015-2017年EPS分别为0.076元、0.082元、0.089元, 目前对应的动态PE较高, 基于公司互联网+及大健康、大农业的发展规划, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:**冷却肉、低温肉等高端产品市场推广速度或低于预期; 食品安全风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1622.38	1722.65	1853.15	1989.54
增长率	-20.93%	6.18%	7.58%	7.36%
归属母公司净利润(百万元)	35.20	38.13	41.06	44.84
增长率	-16.29%	8.33%	7.68%	9.21%
每股收益EPS(元)	0.070	0.076	0.082	0.089
净资产收益率ROE	2.75%	2.90%	3.02%	3.03%
PE	242.76	224.09	208.10	190.55
PB	6.54	6.39	6.25	6.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

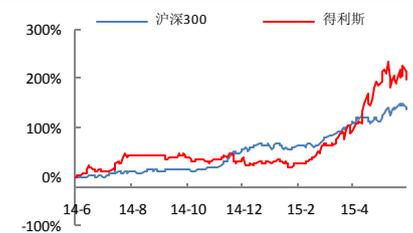
分析师: 朱会振

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)	5.02
流通A股(亿股)	4.37
52周内股价区间(元)	5.34-18.35
总市值(亿元)	80.27
总资产(亿元)	15.97
每股净资产(元)	2.63

相关研究

目 录

1. 经营状况回顾.....	1
2. 投资看点.....	3
2.1 新董事长上任，注入新活力.....	3
2.2 行业成长空间大，冷却肉、低温肉是未来趋势.....	5
2.3 产品结构日趋高端，增长潜力巨大.....	6
2.4 并购预期.....	7
3. 盈利预测与投资建议.....	7
4. 风险提示.....	8

图 目 录

图 1: 2009 年以来收入及同比增速.....	1
图 2: 13Q2 以来收入及同比增速.....	1
图 3: 2009 年以来净利润及同比增速.....	1
图 4: 13Q2 以来净利润及同比增速.....	1
图 5: 公司分业务收入结构.....	2
图 6: 公司分业务毛利结构.....	2
图 7: 2009 年以来公司毛利率、净利率情况.....	2
图 8: 13Q2 以来公司毛利率、净利率情况.....	2
图 9: 2009 年以来公司三费率情况.....	3
图 10: 13Q2 以来公司三费率情况.....	3
图 11: 公司分区域收入结构.....	3
图 12: 公司分区域毛利结构.....	3
图 13: 惠民网 APP.....	4
图 14: 屠宰及肉类加工行业市场占有率.....	5
图 15: 人均肉类消费量（单位：kg）.....	6
图 16: 1999-2012 年人均消费量：猪牛羊肉（单位：kg）.....	6
图 17: 我国肉类消费结构.....	6
图 18: 低温肉制品消费比例.....	6
图 19: 公司主要低温肉产品和帕格斯火腿.....	7

表 目 录

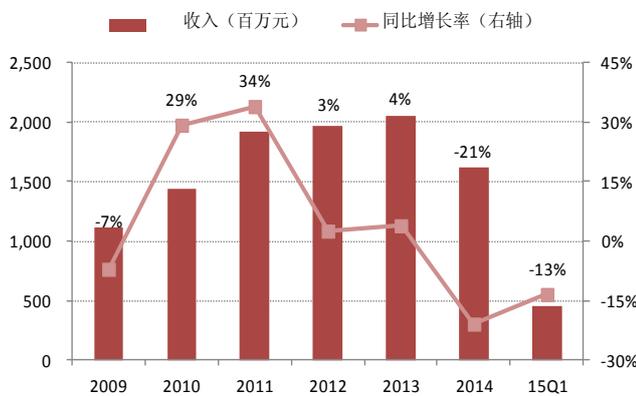
表 1: 公司主要战略合作协议.....	4
表 2: 分项业务预测表.....	8
附表: 财务预测与估值.....	9

1. 经营状况回顾

公司 2014 年全年实现收入 16 亿元，同比-21%；净利润 3520 万元，同比-11%；毛利率 14.64%，同比+3.49pct；基本每股收益 0.07 元。15Q1 收入同比-13%；净利润同比-19%。同时公司预计 1-6 月份净利润变动幅度为-30%~0，对应 Q2 单季增速为-118%~113%。

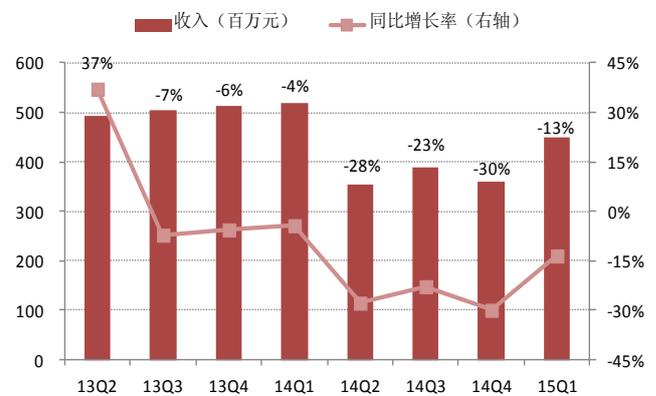
14 年收入和净利润出现了大幅下滑，已经连续 7 个季度出现负增长，主要原因：一、经济形势低迷，市场需求疲软，销售收入下降；二、限制三公消费，提倡节俭风气，需求端下降。

图 1: 2009 年以来收入及同比增速



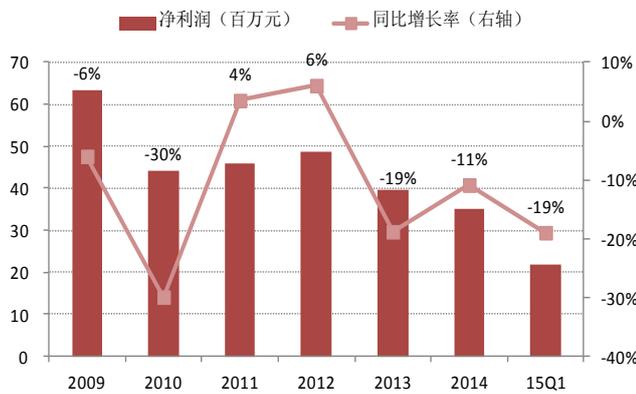
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 13Q2 以来收入及同比增速



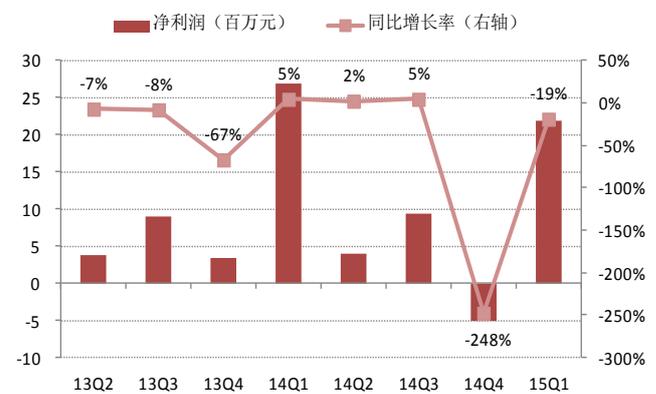
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 2009 年以来净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 13Q2 以来净利润及同比增速



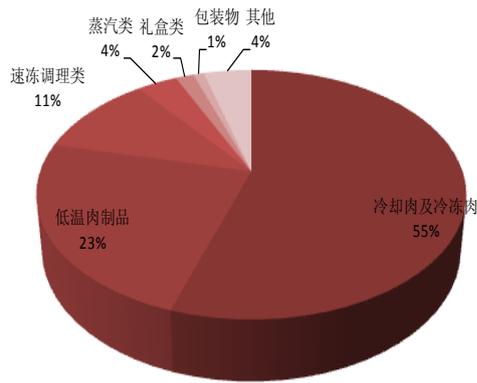
数据来源: 公司公告, 西南证券

分项来看，冷却肉及冷冻肉实现收入 8.7 亿元，同比-31%（14H2 同比-39%），贡献了收入的 55%；毛利率 5.92%，同比+1.21pct，贡献了毛利的 22%。冷却肉和冷冻肉收入大幅下降，影响了公司的经营业绩。

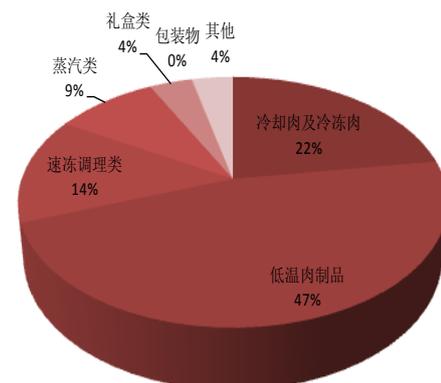
低温肉制品实现收入 3.7 亿元，同比-11%（14H2 同比+44%），贡献了收入的 23%；毛利率 28.64%，同比+5.46pct，贡献了毛利的 47%。低温肉制品收入有所下滑，但高毛利的增长，对公司利润贡献较大。

13年推出的速冻调理类(主要是速冻丸子类)和礼盒类分别实现收入 1.7 亿元(同比+7%)和 0.26 亿元(同比-30%), 毛利率分别为 18.48%和 33.24%。12年新增的蒸汽类产品和包装物分别实现收入 0.58 亿元(同比-11%)和 0.15 亿元(同比-12%)。

公司的主营业务冷却肉和冷冻肉属于初加工, 毛利率偏低。公司近两年不断拓展其他深加工高附加值高毛利的业务, 虽然目前收入占比较小, 有待进一步加快发展, 但显示出公司业务升级调整的规划。

图 5: 公司分业务收入结构


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 公司分业务毛利结构


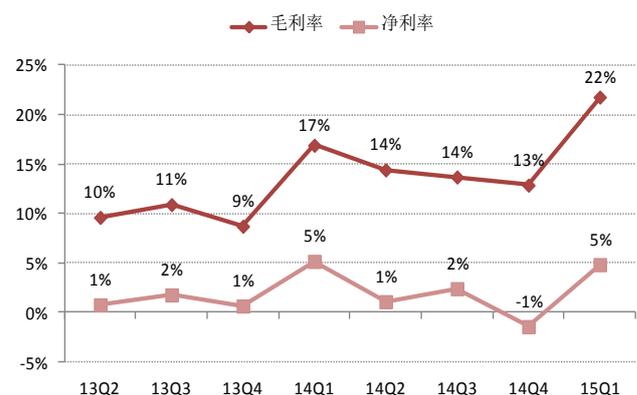
数据来源: 公司公告, 西南证券

公司盈利能力改善, 毛利率和净利率呈现上升趋势, 14 年毛利率 14.64%, 同比+4.39pct; 15Q1 毛利率 21.78%, 同比+4.87pct。公司毛利率的上升主要得益于: 1) 猪肉价格持续下跌。2) 高毛利业务收入下滑较少, 毛利率有所提升。

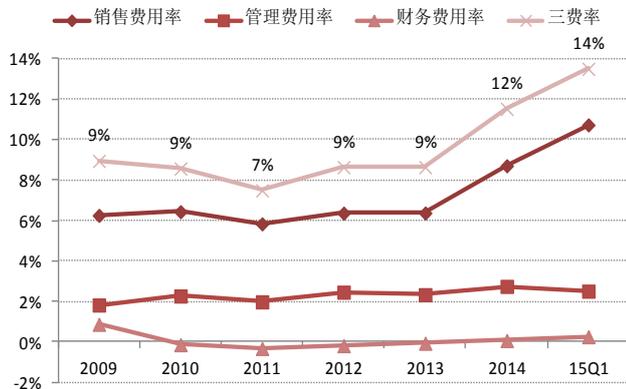
公司三费率在 13 年和 14 年出现较大上升, 主要是销售费用增加所致。14 年销售费用同比+8%, 销售费用率同比+2.33pct, 15Q1 销售费用率已经突破 10%。销售费用率的上升, 主要是由于销售不畅, 公司加大了扩展商超市场的费用, 目前来看, 收入仍不见改善。

图 7: 2009 年以来公司毛利率、净利率情况

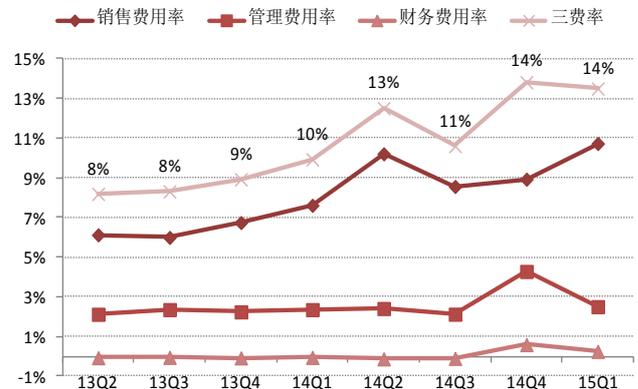

数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 13Q2 以来公司毛利率、净利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

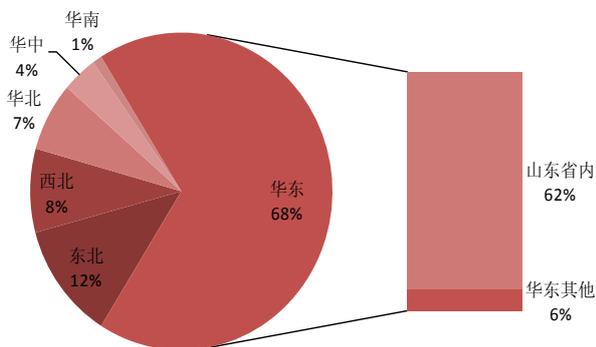
图 9: 2009 年以来公司三费率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

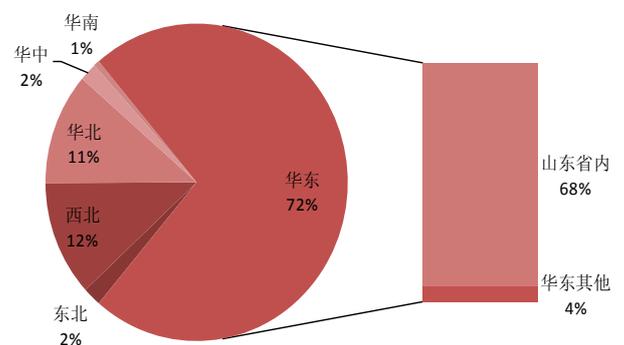
图 10: 13Q2 以来公司三费率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

山东地区贡献了公司 62% 的收入, 是最主要的市场。随着吉林子公司和西安子公司的运营, 东北和西北成为了第二大和第三大市场。从毛利来看, 公司凭借其在山东地区的品牌认可度获得了较高的毛利率。山东地区的毛利率达到了 15.80%, 贡献了毛利的 68%。西北地区和华北地区也有着较高的毛利水平, 分别贡献了收入的 12% 和 11%。东北地区由于吉林子公司产能没有完全释放, 加之市场建设不够完善, 出现了亏损。

图 11: 公司分区域收入结构


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 12: 公司分区域毛利结构


数据来源: 公司公告, 西南证券

2. 投资看点

2.1 新董事长上任, 注入新活力

2015 年 3 月公司顺利完成了人事调整, 原董事长郑和平先生因个人年龄原因辞职, 新任董事长由其女儿郑思敏女士接任。郑思敏女士曾担任中央电视台科教节目制作中心导演助理、党办委员、中国传媒大学广告学院办公室主任, 有丰富的媒体宣传经验。2010 年起开始在得利斯任职, 先后担任过北京得利斯食品有限公司总经理、公司董事、副总经理、行政总监、董事会秘书等职务, 对公司业务和发展有着清晰的认识。

在新任董事长上任之后，公司先后与北京育青公司、北京金泰集团、中商惠民（北京）公司签署了战略合作协议，显示了新任领导对公司发展全新的规划，为公司未来的发展带来了新的活力。

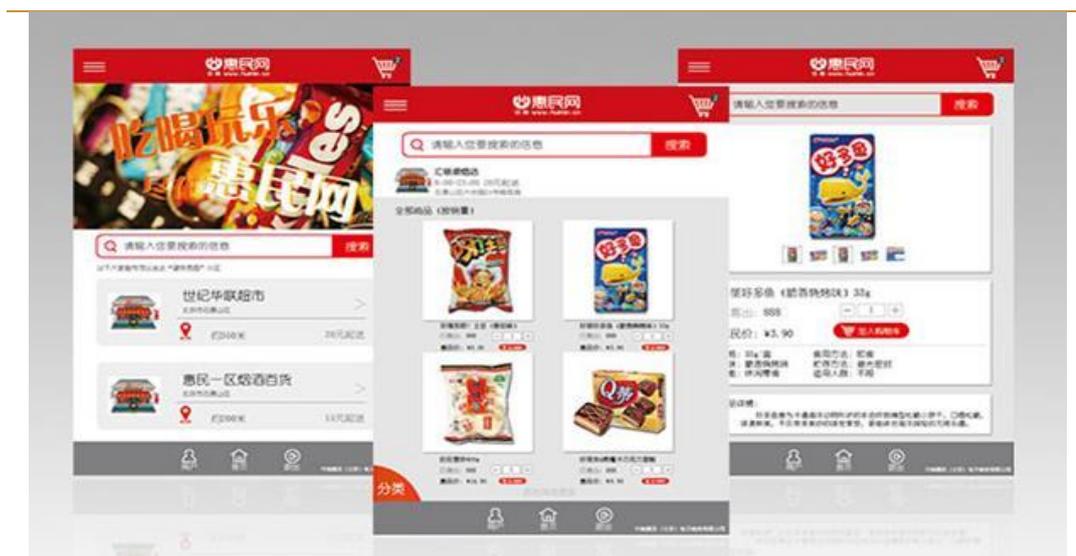
表 1: 公司主要战略合作协议

公告日期	对象	主要内容
2014.09.29	北京京铁	双方合作开发产品，公司为京铁“康之旅”提供生鲜类产品和帕路斯火腿等发酵类产品，并在“康之旅”实体店设立得利斯专柜，利用高铁媒体资源对公司进行宣传和推广。
2015.04.29	北京育青公司	公司为育青公司在中国大陆唯一委托加工企业，为其提供生产加工服务。双方合作研发多样化产品，并可在对方渠道内同步经营。
2015.04.29	北京金泰集团	公司将以金泰集团旗下“金质生活”社区生活电商平台为依托，进驻“金质生活”实体店，建立城市展示服务中心。此外还将与金泰集团旗下的其他业务展开合作。
2015.05.26	北京尚鲜德立	公司设立全资电子商务子公司——北京尚鲜德立电子商务有限公司，逐步承接公司现有的电商业务，更有效地整合、巩固与各大电商平台网占的合作。
2015.05.26	斯敏投资	公司设立全资投资公司——上海斯敏投资管理有限公司，围绕公司主业，在大健康、大农业、大食品领域为公司寻求合适投资标的。
2015.06.01	中商惠民（北京）公司	公司将以惠民网为平台，全面推进“得利斯”品牌系列产品在社区电子商务平台及线下所有实体网点的销售。

数据来源：公司公告，西南证券

公司签署的一系列战略合作框架协议，主要集中在以下两个方面：

(1) 积极布局电商平台，拥抱互联网+。为了促进公司市场建设的全面升级，打通线上线下营销渠道，延伸和拓展公司市场触角，促进公司全国营销网络格局的建设，公司加快了电商平台的布局。一方面，公司设立电商子公司——北京尚鲜德立电子商务有限公司，整合现有电商资源；另一方面与金泰集团和中商惠民旗下的“金质生活”“惠民网”等社区电商平台展开合作，进一步拓展公司电商渠道。

图 13: 惠民网 APP


数据来源：公司网站，西南证券

(2) 产品多元化战略, 发挥协同效应。公司与北京京铁和北京育青公司的合作, 不仅停留在现有产品品种上, 双方还将共同开发新产品, 丰富产品品类。与两家公司的合作, 有利于公司产品多元化战略的实施, 高端产品、休闲类产品的开拓, 也有利于公司品牌形象的推广和协同效应的发挥。

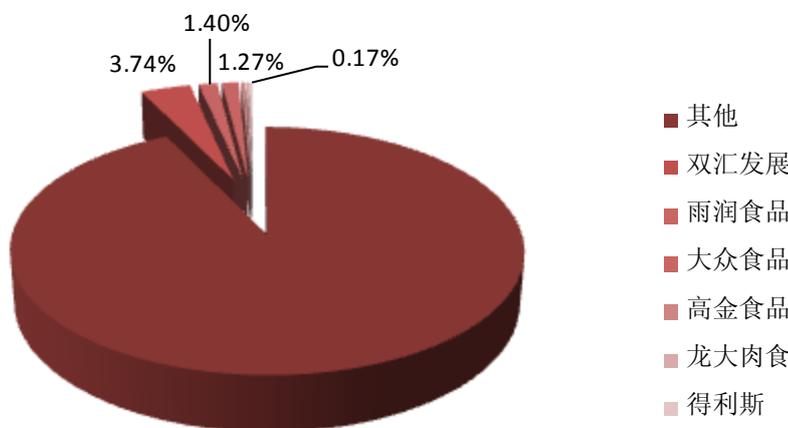
此外, 公司还设立了投资公司——斯敏投资, 将围绕公司主业, 在大健康、大农业、大食品领域为公司寻求合适投资标的, 实现公司外延式扩张。同时, 新郑总对于公司的管理更加倾向于现代化的管理体制, 激发员工的积极性, 重点关注薪酬体系改革和员工激励。

2.2 行业成长空间大, 冷却肉、低温肉是未来趋势

我国是肉制品消费大国, 2014 年全国猪肉消费量 5717 万吨 (同比+3%), 相较于 1999 年的 3997 万吨, 增长了 43%。但与发达国家相比, 我国的肉制品市场还有较大的成长空间。

(1) 行业集中度有待提升。目前, 我国的肉制品行业仍然以小型作坊为主, 大型企业较少, 市场集中度偏低。双汇发展、雨润食品和大众食品是我国屠宰及肉类加工行业的前三强, 但三者 2013 年的营业收入合计占比不到 8%。美国前三大公司 (史密斯菲尔德公司、泰森公司、JBS Swift 公司) 总体市场份额已超过 56%。相比之下, 国内行业集中度存在较大提升空间。目前得利斯的市场占有率只有 0.17%, 随着行业集中度向龙头企业提升, 公司收入有望进一步增长。

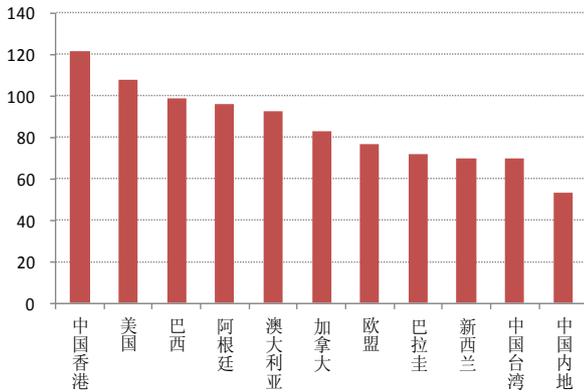
图 14: 屠宰及肉类加工行业市场占有率



数据来源: 公司公告, 西南证券

(2) 人均消费量进一步增加。国内人均肉类消费量已经达到了 53kg/年, 其中猪肉消费占了 60%左右。与国外发达国家相比, 我国人均肉类消费量还有进一步增加的空间, 美国、巴西等国家的人均肉类消费已经在 100 公斤左右。从城镇家庭和农村家庭的人均消费量来看, 虽然城镇家庭的人均消费量一直高于农村, 但农村家庭人均肉类消费量的增速快于城镇。目前, 农村与城镇家庭人均肉类消费量仍然差距较大。随着经济增长, 城市化进程的加快, 农村家庭人均可支配收入增加, 农村家庭的人均消费量有望进一步增加。

图 15: 人均肉类消费量 (单位: kg)



数据来源: Wind 资讯、西南证券

图 16: 1999-2012 年人均消费量: 猪牛羊肉 (单位: kg)

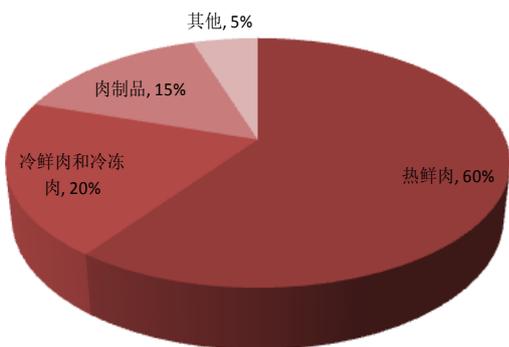


数据来源: Wind 资讯、西南证券

(3) 未来发展趋势——冷却肉、低温肉。我国生猪肉目前仍是热鲜肉为主，冷却肉、冷冻肉仍处于成长阶段。但热鲜肉没有经过冷却排酸处理，易污染、易变质，卫生条件较差。随着国家卫生标准和居民生活水平的提高，热鲜肉的市市场将会逐渐缩减。冷冻肉安全卫生，便于冷藏运输，但解冻会导致大量营养的流失。冷却肉肉品新鲜，营养价值高，又能避免细菌污染，将成为未来的消费主流。根据《肉类工业“十二五”发展规划》，预计 2015 年县级以上城市热鲜肉的比例将下降到 50% 以下，冷却肉占比提高到 30%。

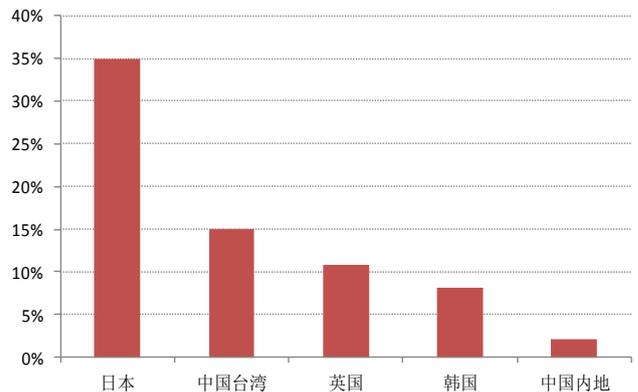
肉制品方面，低温肉制品相较于高温肉制品具有风味佳、营养高的特点。在世界其他地区逐渐取代高温肉制品成为消费主流，是肉制品行业未来的发展方向。但目前我国低温肉制品的消费比例只有 3% 左右，远远低于饮食习惯相近的日本 (35%) 和韩国 (8%)，具有广阔的市场前景。

图 17: 我国肉类消费结构



数据来源: Wind 资讯、西南证券

图 18: 低温肉制品消费比例



数据来源: Wind 资讯、西南证券

2.3 产品结构日趋高端，增长潜力巨大

公司逐步加快落实产品结构升级和战略调整，横向扩大公司规模，纵向继续推广冷却肉消费理念，深入细化低温肉制品和传统肉制品的延伸，全力发展高端肉制品，产品结构日趋高端化。

目前公司的主要产品包括生肉制品和熟肉制品两大类，生肉制品以冷却肉和冷冻肉为主，熟肉制品主要为低温肉制品，两类产品贡献了公司 70% 以上的收入和毛利。冷却肉和低温肉制品是肉制品行业发展趋势，虽然目前市场占有率偏低，但增长潜力巨大，为公司未来业绩增长提供沃土。

公司较早进入低温肉制品领域，拥有近 5 万吨的低温肉制品生产能力，生产工艺处于国内领先水平，其“得利斯”牌低温肉制品多次被国家统计局认定为“全国市场同类产品销量第一名”。2011 年公司根据食品发展潮流，精选优良的“莱芜黑猪”，引进意大利先进工艺和技术，研发了高端发酵食品“帕琼斯”火腿。单条火腿重量在 5-7kg，经过 12-36 个月的发酵，具有鲜咸醇香的口感，定价约为 3000-6000 元/条。该产品定位中高端，价格偏高，市场接受度有待提高，目前年贡献收入 2000 万左右。

图 19: 公司主要低温肉产品和帕琼斯火腿



数据来源: 公司网站, 西南证券

2.4 并购预期

积极布局大农业、大健康产业，有望迈入新的征程。公司将根据目前主业，展开相关行业整合，将在牛羊肉食品方面、互联网+、食品健康服务等领域进行关注。

3. 盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.076 元、0.082 元、0.089 元，目前对应的动态 PE 较高，基于公司互联网+及大健康、大农业的发展规划，首次给予“增持”评级。

表 2: 分项业务预测表

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	1,956.0	2,031.4	1,584.7	1,682.7	1,810.1	1,943.4
yoy		3.86%	-21.99%	6.18%	7.58%	7.36%
营业成本	1,715.3	1,793.8	1,347.5	1,435.8	1,546.8	1,667.2
毛利率	12.31%	11.70%	14.97%	14.67%	14.55%	14.21%
冷却肉及冷冻肉						
收入	1,290.53	1,266.76	873.12	916.78	990.12	1,069.33
yoy		-1.84%	-31.07%	5.00%	8.00%	8.00%
成本	1,202.39	1,207.06	821.42	866.35	928.73	999.82
毛利率	6.83%	4.71%	5.92%	5.50%	6.20%	6.50%
低温肉制品						
收入	430.86	419.45	373.60	396.02	419.78	444.96
yoy		-2.65%	-10.93%	6.00%	6.00%	6.00%
成本	327.18	322.21	266.60	283.15	298.04	313.70
毛利率	24.06%	23.18%	28.64%	28.50%	29.00%	29.50%
速冻调理类						
收入		158.90	170.57	187.63	202.64	214.80
yoy			7.34%	10.00%	8.00%	6.00%
成本		133.28	139.05	150.10	162.11	167.54
毛利率		16.12%	18.48%	20.00%	20.00%	22.00%
蒸汽类						
收入	20.93	65.15	58.14	66.86	76.89	88.42
yoy		211.28%	-10.76%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	17.62	44.95	37.14	41.45	47.67	53.05
毛利率	15.81%	31.01%	36.12%	38.00%	38.00%	40.00%
礼盒类						
收入		37.04	26.05	29.96	32.95	35.59
yoy			-29.67%	15.00%	10.00%	8.00%
成本		11.04	8.66	13.86	22.45	37.71
毛利率		70.19%	66.76%	60.00%	62.00%	68.00%
包装物						
收入	13.43	17.01	14.94	16.43	18.08	19.89
yoy		26.66%	-12.17%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	10.70	16.05	14.66	14.95	15.25	15.56
毛利率	20.33%	5.64%	1.87%	2.00%	2.00%	2.00%
其他						
收入	200.24	67.09	68.31	68.99	69.68	70.38
yoy		-66.50%	1.82%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	157.36	59.21	59.98	65.98	72.58	79.83
毛利率	21.41%	11.75%	12.19%	10%	10%	10%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4. 风险提示

(1) 冷却肉、低温肉制品等高端产品的市场推广速度或低于预期; (2) 食品安全风险。

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	1622.38	1722.65	1853.15	1989.54	净利润	35.96	38.78	41.34	42.44
营业成本	1384.92	1469.96	1583.58	1706.83	折旧与摊销	58.32	59.39	61.89	64.71
营业税金及附加	6.37	6.19	6.86	7.30	财务费用	1.12	4.63	4.15	3.94
销售费用	141.32	153.32	164.93	177.07	资产减值损失	8.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	44.55	46.51	48.18	47.75	经营营运资本变动	-11.05	-27.39	-16.06	-23.68
财务费用	1.12	4.63	4.15	3.94	其他	-43.84	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	8.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	44.22	75.42	91.32	87.41
投资收益	1.11	0.00	0.00	0.00	资本支出	-20.70	-56.96	-58.00	-78.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-138.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-159.12	-56.96	-58.00	-78.00
营业利润	36.77	42.03	45.43	46.66	短期借款	100.00	8.04	-12.02	12.25
其他非经营损益	7.26	4.66	4.62	4.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	44.03	46.69	50.05	51.29	股权融资	-31.16	0.00	0.00	0.00
所得税	8.07	7.92	8.71	8.85	支付股利	-15.06	-8.40	-10.62	-10.89
净利润	35.96	38.78	41.34	42.44	其他	29.37	-4.63	-4.15	-3.94
少数股东损益	0.77	0.65	0.28	-2.40	筹资活动现金流净额	83.15	-4.99	-26.80	-2.59
归属母公司股东净利润	35.20	38.13	41.06	44.84	现金流量净额	-31.77	13.46	6.53	6.82
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	72.67	86.13	92.66	99.48	成长能力				
应收和预付款项	180.20	193.93	207.57	223.27	销售收入增长率	-20.93%	6.18%	7.58%	7.36%
存货	253.24	264.59	285.04	307.23	营业利润增长率	-8.06%	14.31%	8.09%	2.69%
其他流动资产	85.43	76.68	87.52	92.16	净利润增长率	-11.98%	7.82%	6.60%	2.66%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	3.74%	10.23%	5.11%	3.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	859.55	861.18	861.35	878.71	毛利率	14.64%	14.67%	14.55%	14.21%
无形资产和开发支出	168.17	164.11	160.05	155.99	三费率	11.53%	11.87%	11.72%	11.50%
其他非流动资产	13.58	13.58	13.58	13.58	净利率	2.22%	2.25%	2.23%	2.13%
资产总计	1632.85	1660.21	1707.78	1770.42	ROE	2.75%	2.90%	3.02%	3.03%
短期借款	100.00	108.04	96.02	108.27	ROA	2.56%	2.20%	2.81%	2.90%
应付和预收款项	98.35	99.64	112.45	123.74	ROIC	2.24%	2.74%	2.84%	2.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.93%	6.16%	6.02%	5.80%
其他负债	128.48	116.13	132.20	139.75	营运能力				
负债合计	326.83	323.82	340.67	371.76	总资产周转率	1.00	1.05	1.10	1.14
股本	502.00	502.00	502.00	502.00	固定资产周转率	1.90	2.00	2.15	2.27
资本公积	483.26	483.26	483.26	483.26	应收账款周转率	10.10	10.29	10.36	10.35
留存收益	314.27	343.99	374.42	408.37	存货周转率	5.40	5.68	5.76	5.76
归属母公司股东权益	1299.53	1329.25	1359.68	1393.63	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	115.40%	--	--	--
少数股东权益	6.49	7.14	7.42	5.02	资本结构				
股东权益合计	1306.02	1336.39	1367.11	1398.65	资产负债率	20.02%	19.50%	19.95%	21.00%
负债和股东权益合计	1632.85	1660.21	1707.78	1770.42	带息债务/总负债	30.60%	33.37%	28.19%	29.12%
					流动比率	1.82	1.93	1.99	1.95
					速动比率	1.04	1.11	1.14	1.12
					股利支付率	42.79%	22.04%	25.87%	24.29%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	96.21	106.06	111.48	115.30	每股收益	0.070	0.076	0.082	0.089
PE	242.76	224.09	208.10	190.55	每股净资产	2.60	2.66	2.72	2.79
PB	6.54	6.39	6.25	6.11	每股经营现金	0.09	0.15	0.18	0.17
PS	5.27	4.96	4.61	4.29	每股股利	0.03	0.02	0.02	0.02
EV/EBITDA	88.94	80.64	76.55	74.06					
股息率	0.18%	0.10%	0.12%	0.13%					

数据来源: Wind, 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

地址：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

地址：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

地址：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

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

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

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn