

专注于三四线城市的区域龙头

投资要点

- 河南最大的乳制品企业。公司主营乳制品、乳饮料的生产和销售,拥有 10 万吨 液态奶的产能,同时拥有现代化奶牛养殖基地2个,自控标准化奶牛养殖小区 2个,形成了从奶牛繁育到乳制品加工、销售较为完善的产业链,是河南省销 售收入最大的乳制品企业。2014年公司实现收入6.7亿元,净利润0.9亿元。
- 乳制品行业发展空间巨大。我国乳制品近 10 年收入和利润保持在 20%左右的 稳定增速,产量经过高速增长后有所放缓。未来仍将呈现长期稳健增长的态势: 1、居民人均消耗乳制品的数量依然偏低,距离发达国家还有巨大的市场空间。 2012 年我国人均液态奶消费量仅为 15.9KG, 距离发达国家超过 100KG 的消 费量空间巨大。2、受益于居民收入水平提升:目前,我国乳制品消费主要集中 在城镇市场,而在中小城市和农村地区乳制品消费量和消费等级依然偏低,随 着收入水平的逐步提升,对于乳制品消费量和消费升级起到很好的促进作用。
- 专注于三四线城市的区域龙头。公司始终坚持渠道下沉的营销策略,重点发展 四线城市及以下市场,并适时推进三线市场。主要采用"一县一商"的经销商 模式,省去多级批发产生的销售和市场费用,增加经销商通路利润,缩短了铺 货期和货架期。鼓励经销商配合公司建设主导型营销网络、农村渠道建设,每 个乡镇市场建 3-5 家农村渠道终端店,每个行政村建 1-2 家农村渠道终端店。 同时公司于2014年开始与阿里巴巴、天猫商城、淘宝网等多家电商平台进行合 作,初步构建了全方位电商平台,实现了线上与线下、网络与实体相结合,对 传统渠道和现代渠道进行全面覆盖。一县一商、扁平化市场管理、农村渠道终 端店营销体系和电商营销体系的建设确保了公司营销网络优势和公司健康发 展。截至2014年,公司共发展经销商270家,终端网点近10万个。
- 募投项目。公司本次拟公开发行不超过6840万股,拟使用募集资金4.07亿元 用于投资:年产20万吨液态奶+科迪乳业现代牧场,进一步完善全产业链,同 时增加液态奶产能。
- 盈利预测与估值分析: 按发行后不超过 6840 万股的总股本测算, 我们预计公 司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.59 元、0.73 元和 0.89 元。综合考虑, 我们认 为公司 2015 年动态市盈率在 22-27 倍较为合理,对应二级市场合理股价区间 为 12.98-15.93 元。
- 风险提示:产品质量风险;动物疫病风险;募集资金投资项目风险;生鲜乳供 应、原材料大幅波动风险。

指标阵度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	666.21	819.08	977.14	1178.86
增长率	4.29%	22.95%	19.30%	20.64%
归属母公司净利润(百万元)	94.46	121.22	149.96	183.20
增长率	22.81%	28.33%	23.71%	22.16%
毎股收益 EPS (元)	0.46	0.59	0.73	0.89
净资产收益率 ROE	15.53%	10.80%	11.96%	12.95%
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
РВ	0.00	0.00	0.00	0.00

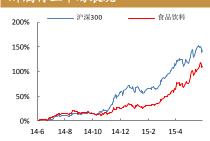
数据来源: WIND 资讯, 西南证券

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

所属行业市场表现



数据来源:西南证券

的每股收益(摊薄后)(元)

本次发行情况 发行前总股本(万股) 27340 本次发行(万股) 6840 发行后总股本(万股) 2014年每股收益(摊薄后)(元) 0.46 2014 年扣除非经常性损益后

0.44

主要指标(2014年)	
每股净资产(元)	2.68
毛利率(%)	32.12
流动比率(倍)	0.51
速动比率(倍)	0.4
应收账款周转率 (次)	15.05
资产负债率(合并报表)(%)	54.87
净资产收益率(加权平均)(%)	16.69

相关研究



目 录

1.	河南最大的乳制品企业	1
	1.1 公司基本情况	
	1.2 公司财务概况	
2.	行业情况:乳制品行业发展空间巨大	3
3.	公司优势	5
	3.1 完善的产业链优势	
	3.2 营销网络优势	5
4.	募集资金用途	6
5.	盈利预测与估值分析	6
	风险提示	



图目录

图	1:	发行前公司股权结构1
		2011年以来公司收入增速有所下降2
图	3:	2011年公司净利润增速波动较大2
		乳制品收入增速继续保持快速增长2
图	5:	2011年公司净利润增速波动较大
图	6:	2011年以来公司分业务收入结构(百万元)
图	7:	2014年公司分业务收入结构
图	8:	2011年以来公司分业务毛利结构(百万元)
图	9:	2014年公司分业务毛利结构
图	10:	2011年以来公司毛利率和净利率3
图	11:	2011年以来公司三费率
图	12:	乳制品长期保持稳定增长4
图	13:	液体奶产量增速有所下降4
图	14:	城镇居民人均可支配收入稳定增长4
		农村居民人均现金收入稳定增长4
		主要国家人均消费液态奶数量(KG/人)4
图	17:	公司"种、养、加"产业链5

表目录

表 1:	公司募投项目概况	.6
附表.	财务预测与估值	-7



1. 河南最大的乳制品企业

1.1公司基本情况

科迪乳业主营乳制品、乳饮料、饮料的生产和销售,拥有 10 万吨液态奶的生产能力,同时拥有现代化奶牛养殖基地 2个,自控标准化奶牛养殖小区 2个,形成了从奶牛繁育到乳制品加工、销售较为完善的产业链,是河南省销售收入最大的乳制品企业。2014 年公司实现收入 6.7 亿元,净利润 0.9 亿元。

公司控股股东为科迪集团,持有公司发行前 62.22%的股份,实际控制人为张清海、许秀云夫妇。公司此次发行股数不超过 6840 万股,且公司股东不进行公开发售股份。发行完毕后,科迪集团持股 46.65%,继续为控股股东。

图 1: 发行前公司股权结构



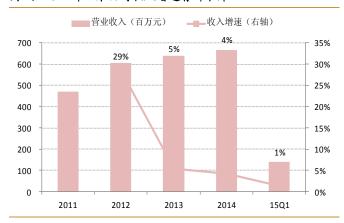
数据来源: 招股意向书, 西南证券

1.2公司财务概况

2011年以来,公司收入增速有所下滑,主因是逐步减少奶牛的销售,单看乳制品行业,继续保持稳定快速增长,2013、2014年增速分别达到13%、20%,而奶牛销售自2012年的1.3亿元减少至2014年的368万元,基本停止了奶牛的销售。公司净利润增速有所下降,主要受三费率增加及所得税率增加的影响较大。

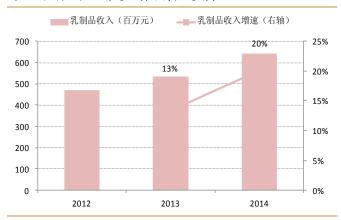


图 2: 2011 年以来公司收入增速有所下降



数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 4: 乳制品收入增速继续保持快速增长



数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 3: 2011 年公司净利润增速波动较大



数据来源: 招股意向书, 西南证券

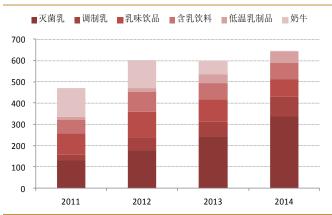
图 5: 2011 年公司净利润增速波动较大



数据来源: 招股意向书, 西南证券

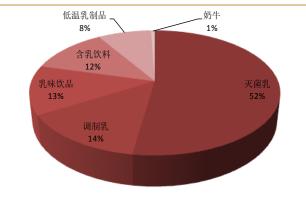
分项来看,灭菌乳和低温乳制品收入占比逐步增加,灭菌乳收入占比自 2011 年的 28% 上上升至 2014 年的 52%,贡献超过一半收入;低温乳制品自 2011 年的 3%上升至 2014 年的 8%; 奶牛业务下降最大,自 2011 年贡献收入的 28%下降至 2014 年的 1%;同样,灭菌乳贡献 44%的毛利,低温乳制品贡献 10%,而奶牛和乳味饮品贡献毛利下降幅度较大。

图 6: 2011 年以来公司分业务收入结构 (百万元)



数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 7: 2014年公司分业务收入结构



数据来源: 招股意向书, 西南证券

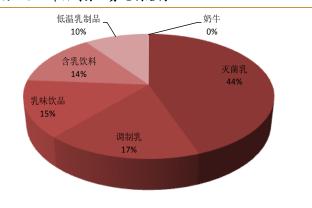


图 8: 2011 年以来公司分业务毛利结构 (百万元)



数据来源: 招股意向书, 西南证券

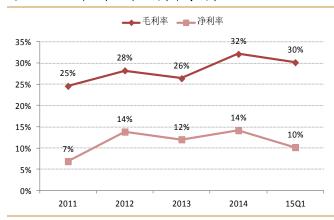
图 9: 2014年公司分业务毛利结构



数据来源: 招股意向书, 西南证券

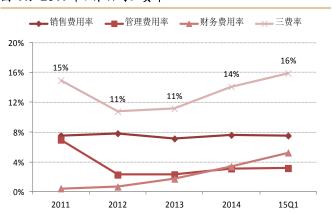
公司毛利率和净利率相对较为稳定,且呈现逐步上升趋势。同时三费率也呈现上升趋势, 主要是财务费用率上升较为明显,预计增发完毕后有所下降。

图 10: 2011 年以来公司毛利率和净利率



数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 11: 2011 年以来公司三费率



数据来源: 招股意向书, 西南证券

2. 行业情况: 乳制品行业发展空间巨大

我国乳制品长期保持稳定的增长,近 10 年来收入和利润保持在 20%左右的稳定增速,产量经过高速增长后有所放缓。我国乳制品未来仍将呈现长期稳健增长的态势:

- (1) 我国居民人均消耗乳制品的数量依然偏低,距离发达国家还有巨大的市场空间。 2012年我国人均液态奶消耗量仅为15.9KG,距离发达国家超过100KG的消费量空间巨大。
- (2) 受益于居民收入水平提升: 目前, 我国乳制品消费主要集中在城镇市场, 而在中小城市和农村地区乳制品消费量和消费等级依然偏低, 随着收入水平的逐步提升, 对于乳制品消费量和消费升级起到很好的促进作用。



图 12: 乳制品长期保持稳定增长



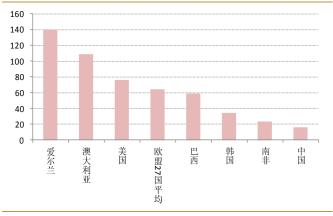
数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 14: 城镇居民人均可支配收入稳定增长



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 16: 主要国家人均消费液态奶数量(KG/人)



数据来源: 招股意向书, 西南证券

图 13: 液体奶产量增速有所下降



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

图 15: 农村居民人均现金收入稳定增长



数据来源: WIND 资讯,西南证券

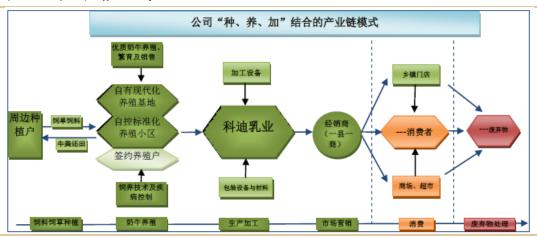


3. 公司优势

3.1 完善的产业链优势

(1)"种、养、加"结合的产业链模式:公司结合企业发展理念,通过纵向资源整合, 形成了具有自身特点、符合乳制品行业发展趋势的"种、养、加"结合的产业链模式,公司 对饲草饲料种植和收购、奶牛养殖等环节进行了更有效的控制,"种、养、加"模式在将产 业链延伸的同时,也将各利益主体更为有机地结合在一起。

图 17: 公司"种、养、加"产业链



数据来源: 招股意向书, 西南证券

(2)"工农一体化"发展模式是指以种植业、养殖业为基础,以公司为龙头,带动种植户、养殖户成为市场主体,形成相互依存、共同发展的利益共同体。公司将继续扩大标准化奶牛养殖小区建设,并以此带动周边农户扩大种植养殖规模,提升产业化水平,进一步提高周边农户经济效益。

3.2 营销网络优势

公司始终坚持渠道下沉的营销策略,重点发展四线城市及以下市场,并适时推进三线市场。公司根据销售区域市场特点,结合自身优势,主要采用了"一县一商"的经销商模式,省去了多级批发产生的销售和市场费用,增加了经销商的通路利润,提高了经销商的积极性,同时又缩短了铺货期和货架期。

大力发展一县一商的同时鼓励经销商配合公司建设主导型营销网络、农村渠道建设,每个乡镇市场建 3-5 家农村渠道终端店,每个行政村建 1-2 家农村渠道终端店。同时,为进一步扩展销售区域,公司于 2014 年开始与阿里巴巴、天猫商城、淘宝网等多家电商平台进行合作,初步构建了全方位电商平台,实现了线上与线下、网络与实体相结合,对传统渠道和现代渠道进行了全面覆盖。

一县一商制、扁平化市场管理、农村渠道终端店营销体系和电商营销体系的建设确保了公司营销网络优势和公司健康发展。截至 2014 年 12 月 31 日,公司共发展经销商 270 家,终端网点近 10 万个。



4. 募集资金用途

公司本次拟公开发行不超过 6840 万股,拟使用募集资金 4.07 亿元用于投资以下项目:

表 1: 公司募投项目概况

编号	项目名称	总投资	募集资金投资
1	年产 20 万吨液态奶项目	37,029	37,029
2	科迪乳业现代牧场建设项目	22,452	3,669

数据来源: 招股意向书, 西南证券

5. 盈利预测与估值分析

按发行后不超过 6840 万股的总股本测算,我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.59 元、0.73 元和 0.89 元。综合考虑,我们认为公司 2015 年动态市盈率在 22-27 倍较为合理,对应二级市场的合理的股价区间为 12.98-15.93 元。

6. 风险提示

产品质量风险;动物疫病风险;募集资金投资项目风险;生鲜乳供应、原材料大幅波动风险。



附表: 财务预测与估值

音生放入 666.21 819.08 977.14 1178.86 音生放入 666.21 819.08 977.14 1178.86 音生放入 452.21 555.05 663.45 8016.2 計画を検索機能 2.204 24.71 33.26 939.6 166.2 1 1.74 1.72 2.07 計事を順 2.26 21.62 17.31 16.08 でき返申 2.064 25.37 30.27 36.52 対象を成しましましましましましましましましましましましましましましましましましましま		· · · ·								
常业政本 45221 555.05 663.45 80162 おいまから 502.41 1.77 1.44 1.72 2.07 対象を削り 50.68 62.31 74.34 89.68 対象を削り 22.60 21.62 17.31 16.08 付金貨用 22.60 22.62 17.31 16.08 対象を削り 22.60 21.62 17.31 16.08 対象を削り 22.60 21.62 17.31 16.08 がきを削り 22.60 21.62 17.31 16.08 がきという 23.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.0	利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
審立的た及所か 1.17 1.44 1.72 2.07 財産 別 1.17 1.144 1.72 2.07 財産 別 1.17 1.16.08 16金男用 50.68 62.31 74.34 89.68 1	营业收入	666.21	819.08	977.14	1178.86	净利润	94.46	121.22	149.96	183.20
研音を利 50.68 62.31 74.34 89.88 次元点結果次 1.55 0.00 0.00 0.00 できを作用 22.60 21.62 17.31 16.08 芸产成結果次 1.55 0.00 0.00 0.00 がまた成は未失 1.55 0.00 0.00 0.00 0.00 がまた成は未失 1.55 0.00 0.00 0.00 0.00 がまたなは非美 0.00 0.00 0.00 0.00 かたが値度が構造 0.00 0.00 0.00 0.00 が未上記 30.00 30.00 30.00 かたが値度が構造 0.00 0.00 0.00 0.00 がまたま 30.00 30.00 30.00 かたが値度が構造 0.00 0.00 0.00 0.00 がまたま 30.00 30.00 30.00 かたが値度が構造 173.36 153.29 19.06 232.90 がまたま 30.00 1.00 0.00 0.00 0.00 がまたま 30.00 1.00 0.00 0.00 がまたま 30.00 1.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.0	营业成本	452.21	555.05	663.45	801.62	折旧与摊销	22.04	24.71	33.26	39.72
容理専門 20.64 25.37 30.27 36.52 数子音速表主要物 66.64 -49.55 -21.34 -39.01 野客等同 22.60 21.62 173.31 16.08 東子池佳樹夫 1.55 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 (非性が 2.1.62 173.31 16.08 数子本性樹夫 1.55 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 (非性が 3.1.62 173.31 17.99 179.20 199.88 数字放射 2.00 0.00 0.00 0.00 0.00 以非性が 3.00 0.00 0.00 0.00 以非性が 3.00 0.00 0.00 0.00 以非性が 3.00 179.30 199.88 146.00 1.148.03 0.00 0.00 0.00 以非性が 3.00 17.00 179.20 199.88 数字放射 1.00 0.00 0.00 0.00 以非性が 3.00 179.30 199.88 数字放射 1.00 0.00 0.00 0.00 以非性が 3.00 179.30 199.88 数字放射 1.00 0.00 0.00 0.00 以非性が 3.00 179.30 199.88 数字放射 1.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.0	营业税金及附加	1.17	1.44	1.72	2.07	财务费用	22.60	21.62	17.31	16.08
勝条常用 22.60 21.62 17.31 16.08 黄子減債換失 1.55 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00	销售费用	50.68	62.31	74.34	89.68	资产减值损失	1.55	0.00	0.00	0.00
接序疾機離衰失 1.55 0.00 0.00 0.00 0.00	管理费用	20.64	25.37	30.27	36.52	经营营运资本变动	66.64	-49.55	-21.34	-39.01
接脊柱並 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00	财务费用	22.60	21.62	17.31	16.08	其他	-146.00	0.00	0.00	0.00
女性の性性 148.36 0.00 0.	资产减值损失	1.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	61.30	117.99	179.20	199.98
等性利育 117-36 153-29 190.06 232-90 計算機能素 146.00 -148.00 -50.00 -50.00 -30	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-360.22	-30.00	-30.00	-30.00
# 連邦神	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	148.36	0.00	0.00	0.00
京化中経管構造 4.59 3.20 3.52 3.59 表明信款 32.94 0.00 0.00 0.00 0.00 14月24 166.48 193.59 236.49 27.48 35.26 43.62 53.29 24月3月	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-211.86	-30.00	-30.00	-30.00
利润基額	营业利润	117.36	153.29	190.06	232.90	短期借款	146.00	-148.00	-50.00	-50.00
英子利詞 94.46 121.22 149.96 183.20 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62 2-22.64 -83.35 -17.31 -16.08 2-22.62	其他非经营损益	4.59	3.20	3.52	3.59	长期借款	32.94	0.00	0.00	0.00
净利詢 94.46 121.22 149.96 183.20 其他 -23.64 -83.35 -17.31 -16.08 少数股东损益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 40.06 183.20 東市資金 87.69 337.09 400.69 481.82 2014 2015E 2015E 2017E 2016E 2017E 2014A 2015E 2015E 2017E 205.22 251.29 251.29 251.29 251.29 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 252.12 251.29 251.29 252.12 252.52 252.12 252.12 252.52 252.12 252.12<	利润总额	121.94	156.48	193.59	236.49	股权融资	0.00	407.00	0.00	0.00
少数股东模益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 183.20 現場沖入順応神順 94.46 121.22 149.96 183.20 現金流量神順 -6.87 249.39 63.60 81.29 現金流量神順 -6.87 249.39 63.60 81.29 現金流量神順 -6.87 249.39 63.60 81.29 日本	所得税	27.48	35.26	43.62	53.29	支付股利	-11.60	-14.25	-18.28	-22.62
過解分司販売争利 94.46	净利润	94.46	121.22	149.96	183.20	其他	-23.64	-83.35	-17.31	-16.08
	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	143.70	161.40	-85.59	-88.69
廣布資金 87.69 337.09 400.69 481.98 应收布預付款項 128.02 179.12 205.22 251.29 精管 58.91 72.31 86.43 104.43 其他流动資产 5.42 6.66 7.95 9.59 长期股权投资 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 現資金房本在建工程 843.72 851.36 850.44 843.06 五形資产和建工程 25.54 24.64 23.74 其他非流动资产 122.10 120.66 119.22 117.78 黄产多计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 黄债合计 664.07 470.52 440.68 417.39 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 東海峰公山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 股本 293.51 400.49 532.17 692.75 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 東海峰公山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 股底本 205.00 273.40 273.40 273.40 東海峰公山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 東东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰水及海岭 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰水及海岭 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰水及海岭 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰小山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 東东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰水及海岭水 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰小山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 東森林台计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 東海峰小山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.	归属母公司股东净利润	94.46	121.22	149.96	183.20	现金流量净额	-6.87	249.39	63.60	81.29
廣布資金 87.69 337.09 400.69 481.98 应收布預付款項 128.02 179.12 205.22 251.29 精管 58.91 72.31 86.43 104.43 其他流动資产 5.42 6.66 7.95 9.59 长期股权投资 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 現資金房本在建工程 843.72 851.36 850.44 843.06 五形資产和建工程 25.54 24.64 23.74 其他非流动资产 122.10 120.66 119.22 117.78 黄产多计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 黄债合计 664.07 470.52 440.68 417.39 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 東海峰公山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 股本 293.51 400.49 532.17 692.75 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 東海峰公山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 股底本 205.00 273.40 273.40 273.40 東海峰公山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 東东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰水及海岭 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰水及海岭 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰水及海岭 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰小山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 東东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰水及海岭水 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 東海峰小山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 東森林台计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 東海峰小山政东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.										
应收和預付款項	资产负债表(百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
存賃 58.91 72.31 86.43 104.43 対域機能の対策 24.95% 30.62% 23.99% 22.54% 共期度核投資 0.00 <t< td=""><td>货币资金</td><td>87.69</td><td>337.09</td><td>400.69</td><td>481.98</td><td>成长能力</td><td></td><td></td><td></td><td></td></t<>	货币资金	87.69	337.09	400.69	481.98	成长能力				
其他流动資产 5.42 6.66 7.95 9.59	应收和预付款项	128.02	179.12	205.22	251.29	销售收入增长率	4.29%	22.95%	19.30%	20.64%
 長期股权投資 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00	存货	58.91	72.31	86.43	104.43	营业利润增长率	24.95%	30.62%	23.99%	22.54%
接資性房地产 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00	其他流动资产	5.42	6.66	7.95	9.59	净利润增长率	22.81%	28.33%	23.71%	22.16%
固定资产和在建工程	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.70%	23.22%	20.55%	19.97%
五形資产和开发支出 26.44 25.54 24.64 23.74 24.64 23.74 24.64 25.54 24.64 23.74 24.64 25.54 24.66 119.22 117.78 25.54 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 24.64 25.54 24.064 288.70 293.51 400.49 532.17 692.75 29.54% 26.01% 27.8% 29.54% 20.16E 20.17E 20.16E 20.17E 20.00 0.0	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
其他非流动资产 122.10 120.66 119.22 117.78 净利率 14.18% 14.80% 15.35% 15.54% 资产总计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 AM AM 15.53% 10.80% 11.96% 12.95% 短期情款 398.00 250.00 200.00 150.00 AM 8.66% 7.42% 7.61% 8.85% K期情款 32.94	固定资产和在建工程	843.72	851.36	850.44	843.06	毛利率	32.12%	32.23%	32.10%	32.00%
養产基計 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87	无形资产和开发支出	26.44	25.54	24.64	23.74	三费率	14.10%	13.34%	12.48%	12.07%
短期借款 398.00 250.00 200.00 150.00 应付和预收款项 78.74 92.92 110.96 134.95 长期借款 32.94 32.94 32.94 32.94 32.94 32.94 32.94 32.94 32.94 其他负债 154.38 94.66 96.78 99.49 黄債合計 664.07 470.52 440.68 417.39 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 营产 周转率 0.62 0.57 0.59 0.67 固定资产周转率 0.62 0.57 0.59 0.67 固定资产周转率 3.33 2.43 2.07 2.10 应收账款周转率 15.05 14.34 14.15 14.22 留存收益 293.51 400.49 532.17 692.75 内局导公司股东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.	其他非流动资产	122.10	120.66	119.22	117.78	净利率	14.18%	14.80%	15.35%	15.54%
应付和预收款项 78.74 92.92 110.96 134.95 长期借款 32.94 32.94 32.94 其他负债 154.38 94.66 96.78 99.49 黄債合计 664.07 470.52 440.68 417.39 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 資本公积 109.73 448.33 448.33 448.33 294 32.94 均局件公司股东权益 293.51 400.49 532.17 692.75 均局件公司股东权益 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 少数股东权益 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 负债标股东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 负债标股东权益合计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 医目TDA 161.99 199.61 240.64 288.70 PE 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.	资产总计	1272.31	1592.74	1694.58	1831.87	ROE	15.53%	10.80%	11.96%	12.95%
长期借款 32.94 32.94 32.94 32.94 其他负债 154.38 94.66 96.78 99.49 负债合计 664.07 470.52 440.68 417.39 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 资本公积 109.73 448.33 448.33 448.33 448.33 留存收益 293.51 400.49 532.17 692.75 均局件公司股东权益 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 少数股东权益 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 负债标股东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 负债标股东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 负债标股东权益合计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 产员债率 52.19% 29.54% 26.01% 22.78% 济水结内 2014A 2015E 2016E 2017E EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 PE 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 PS 0.00 0.	短期借款	398.00	250.00	200.00	150.00	ROA	8.66%	7.42%	7.61%	8.85%
其他负债 154.38 94.66 96.78 99.49 负债合计 664.07 470.52 440.68 417.39 股本 205.00 273.40 273.40 273.40 资本公积 109.73 448.33 448.33 448.33 448.33 自局件收益 293.51 400.49 532.17 692.75 均局件公司股东权益 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 少教股东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 资产负债率 52.19% 29.54% 26.01% 22.78% 廣木权益合计 1272.31 1592.74 1692.75 1692.75 161.99 199.61 240.64 288.70 度债务总负债 64.89% 60.13% 52.86% 43.83% 建场和估值指标 2014A 2015E 2016E 2017E 进步时率 0.40 1.48 1.89 2.47 EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 股利支付率 12.28% 11.75% 12.19% 12.35% PB 0.00 <t< td=""><td>应付和预收款项</td><td>78.74</td><td>92.92</td><td>110.96</td><td>134.95</td><td>ROIC</td><td>13.24%</td><td>13.96%</td><td>15.80%</td><td>18.36%</td></t<>	应付和预收款项	78.74	92.92	110.96	134.95	ROIC	13.24%	13.96%	15.80%	18.36%
負債合计 664.07 470.52 440.68 417.39 总资产周转率 0.62 0.57 0.59 0.67 股本 205.00 273.40	长期借款	32.94	32.94	32.94	32.94	EBITDA/销售收入	24.32%	24.37%	24.63%	24.49%
股本 205.00 273.40 20.20<	其他负债	154.38	94.66	96.78	99.49	营运能力				
资本公积 109.73 448.33 448.33 448.33 448.33 点体 点体账款周转率 15.05 14.34 14.15 14.22 留存收益 293.51 400.49 532.17 692.75 存货周转率 6.62 8.46 8.36 8.40 归属母公司股东权益 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 機能配場場線線電車域入 105.33% — — — — 股东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 费产负债率 52.19% 29.54% 26.01% 22.78% 负债和股东权益合计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 带息债务/总负债 64.89% 60.13% 52.86% 43.83% 流动比率 0.51 1.68 2.16 2.82 业绩和估值指标 2014A 2015E 2016E 2017E 速动比率 0.40 1.48 1.89 2.47 EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 股利支付率 12.28% 11.75% 12.19% 12.35% 每股档标 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.46 0.59 0.73 <td>负债合计</td> <td>664.07</td> <td>470.52</td> <td>440.68</td> <td>417.39</td> <td>总资产周转率</td> <td>0.62</td> <td>0.57</td> <td>0.59</td> <td>0.67</td>	负债合计	664.07	470.52	440.68	417.39	总资产周转率	0.62	0.57	0.59	0.67
留存收益 293.51 400.49 532.17 692.75 归属母公司股东权益 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 少数股东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 股东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 负债和股东权益合计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 上	股本	205.00	273.40	273.40	273.40	固定资产周转率	3.33	2.43	2.07	2.10
月属母公司股东权益 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 一	资本公积	109.73	448.33	448.33	448.33	应收账款周转率	15.05	14.34	14.15	14.22
少数股东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 股东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 负债和股东权益合计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 业绩和估值指标 2014A 2015E 2016E 2017E EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 PE 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 PS 0.00 0.00 0.00 0.00 EV/EBITDA — — — — B 0.00 0.00 0.00 B 0.00 0.00 </td <td>留存收益</td> <td>293.51</td> <td>400.49</td> <td>532.17</td> <td>692.75</td> <td>存货周转率</td> <td>6.62</td> <td>8.46</td> <td>8.36</td> <td>8.40</td>	留存收益	293.51	400.49	532.17	692.75	存货周转率	6.62	8.46	8.36	8.40
股东权益合计 608.24 1122.22 1253.90 1414.48 資产负债率 52.19% 29.54% 26.01% 22.78% 负债和股东权益合计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 常息债务/总负债 64.89% 60.13% 52.86% 43.83% 业绩和估值指标 2014A 2015E 2016E 2017E EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 股利支付率 12.28% 11.75% 12.19% 12.35% PE 0.00 0.00 0.00 0.00 60.00 64 0.46 0.59 0.73 0.89 PS 0.00 0.00 0.00 0.00 60.00 64 0.59 0.73 0.89 EV/EBITDA 48 26.01% 29.7 5.47 6.12 6.90 EV/EBITDA 0.30 0.58 0.87 0.98	归属母公司股东权益	608.24	1122.22	1253.90	1414.48	销商品规带条烃舰金营业人	105.33%	_	_	_
负债和股东权益合计 1272.31 1592.74 1694.58 1831.87 业绩和估值指标 2014A 2015E 2016E 2017E EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 PE 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 PS 0.00 0.00 0.00 0.00 EV/EBITDA — — — — BR/EBITDA — — — — — BR/EBITDA —	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
业绩和估值指标 2014A 2015E 2016E 2017E EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 PE 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 PS 0.00 0.00 0.00 0.00 EV/EBITDA — — — 流动比率 0.40 1.48 1.89 2.47 股利支付率 12.28% 11.75% 12.19% 12.35% 毎股指标 9股收益 0.46 0.59 0.73 0.89 毎股半資产 2.97 5.47 6.12 6.90 毎股経管現金 0.30 0.58 0.87 0.98	股东权益合计	608.24	1122.22	1253.90	1414.48	资产负债率	52.19%	29.54%	26.01%	22.78%
业绩和估值指标 2014A 2015E 2016E 2017E EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 股利支付率 12.28% 11.75% 12.19% 12.35% PE 0.00 0.00 0.00 0.00 6.00 48 4	负债和股东权益合计	1272.31	1592.74	1694.58	1831.87	带息债务/总负债	64.89%	60.13%	52.86%	43.83%
EBITDA 161.99 199.61 240.64 288.70 股利支付率 12.28% 11.75% 12.19% 12.35% PE 0.00 0.00 0.00 0.00 6						流动比率	0.51	1.68	2.16	2.82
PE 0.00 0.00 0.00 0.00 PB 0.00 0.00 0.00 0.00 PS 0.00 0.00 0.00 0.00 EV/EBITDA — — — — ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM ABM	业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	速动比率	0.40	1.48	1.89	2.47
PB 0.00 0.00 0.00 0.00 6.12 0.90 PS 0.00 0	EBITDA	161.99	199.61	240.64	288.70	股利支付率	12.28%	11.75%	12.19%	12.35%
PS 0.00 0.00 0.00 0.00 5.47 6.12 6.90 EV/EBITDA — — — — — 5.47 6.12 6.90 EV/EBITDA — — — — — 6.90	PE	0.00	0.00	0.00	0.00	毎股指标				
EV/EBITDA — — — — — — — — — — — — — — — — — — —	PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.46	0.59	0.73	0.89
	PS	0.00	0.00		0.00	每股净资产	2.97	5.47	6.12	6.90
股息率 — — — — — — — — — — — — — — — — — — —	EV/EBITDA					每股经营现金	0.30	0.58	0.87	0.98
	股息率					每股股利	0.06	0.07	0.09	0.11

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

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%之间公司评级

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

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

行业评级 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

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	上海地区	深圳地区	
王亚楠	蒋诗烽 (地区销售总监)	刘娟(地区销售总监)	
010-57631295	021-50755210	0755-83288793	
13716334008	18621310081	18665815531	
wangyanan@swsc.com.cn	jsf@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn	
陆铂锡	罗月江	张婷	
010-57631175	021-50755210	0755-88286971	
13520109430	13632421656	13530267171	
lbx@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	zhangt@swsc.com.cn	
曾毅		罗聪	
010-57631077		0755-88286972	
15810333856		15219509150	
zengyi@swsc.com.cn		luoc@swsc.com.cn	