

2015年09月09日

中炬高新 (600872.SH)

公司分析

证券研究报告

综合 III

前海成为控股股东，期待机制激活后潜力爆发

■前海成为控股股东，期待机制激活后潜力释放。公司本次非公开增发对象为富骏投资、崇光投资、润田投资及远津投资，为前海人寿的一致行为人。本次发行前实际控制人为火炬开发区管委会持股比例是 10.72%，前海人寿持股比例 9.10%，发行后姚振华（前海人寿董事长）及一致行动人合计持股 34.02%，公司实际控制人变更为姚振华，公司性质由国企变更为民企。

■新股东与管理层目标一致，募集资金 45 亿超过 35 亿用于发展主业。公司此次发行募集资金加大产能、渠道和品牌的建设，超过 35 亿用于阳西基地后续建设项目、渠道建设及品牌推广项目、研发中心扩建项目、南派酱油生产智能化及自动化改造项目、食用油扩建项目，新股东与管理层目标一致，彰显积极发展壮大主业的决心。阳西基地后续建设项目实施后，公司将新增 18.37 万吨酱油、0.52 万吨罐头、5.59 万吨蚝油、1 万吨醋汁、1.83 万吨食用油、1.71 万吨调味酱的产能。在壮大基础优势品类酱油的同时，公司将加速向鱼罐头、蚝油、食用油等周边调味品品类扩张的步伐。

■打造承载百亿收入的全国化网络，目标直击海天：此次募集资金 4.8 亿用于扩张渠道建设，全国化扩张动力充足。根据规划，未来 3-5 年公司全国办事处将由当前的 90 个增加至 240-270 个，经销商由当前 600 个增加至 3 倍 1800 个，销售业务团队由 900 人扩充至 2000 人，同时加大对商超、餐饮等弱势渠道投入，实现全区域、全渠道覆盖，打造可承载百亿级收入的渠道网络。我们认为当前公司只能称之为“半全国化”品牌（40%收入来自华南），过去连续多年超过 20%的增速证明公司优秀的产品力、品牌力，以及优秀的管理团队能力，而本次增发后，公司将大大加强渠道网络建设力度，同时从过去前海的风格来看，充分的管理团队激励政策可以期待，机制激活后，中炬爆发潜力巨大，公司目标直击海天。

■产品结构行业最高端，长期净利率提升空间大。中炬高新酱油单价超过 6500 元/吨，比竞争对手高出约 35%-40%，产品结构为行业最高端，但当前毛利率仅 35%，比海天低将近 10pct，净利率仅海天 1/3，过去盈利释放受国企体制影响，体制变更后，长期净利率提升空间极大。

■投资建议：我们预计 15-16 年 EPS 0.29/0.5 元(若考虑摊薄为 0.21/0.36)；6 个月目标价为 22.5 元，3 年目标市值 300-400 亿元（海天的一半）。给予买入-A 投资评级。

■风险提示：增发受阻；新股东与现任管理层冲突。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,318.2	2,641.9	2,945.5	3,756.3	4,895.4
净利润	212.8	286.8	234.0	394.8	672.8
每股收益(元)	0.27	0.36	0.29	0.50	0.84
每股净资产(元)	2.68	2.96	3.08	3.44	4.03
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	72.8	54.1	66.2	39.3	23.0
市净率(倍)	7.3	6.6	6.3	5.7	4.8
净利润率	9.2%	10.9%	7.9%	10.5%	13.7%
净资产收益率	10.0%	12.2%	9.5%	14.4%	20.9%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.5%	0.8%	1.3%
ROIC	18.0%	16.1%	11.1%	14.6%	23.9%

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。

投资评级

买入-A

调高评级

6 个月目标价

22.50 元

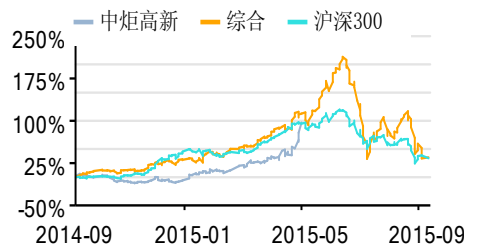
股价 (2015-09-08)

19.46 元

交易数据

总市值(百万元)	15,502.56
流通市值(百万元)	15,502.56
总股本(百万股)	796.64
流通股本(百万股)	796.64
12 个月价格区间	9.79/21.73 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.67	27.28	37.63
绝对收益	-9.99	-10.45	73.75

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-68767593

刘颜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060003
liuyan@essence.com.cn
012-68767593

相关报告

产能释放及渠道深耕 调味品业务仍将保持高速增长	2014-10-28
三季度业绩预增符合预期	2014-10-20
年底估值切换值得关注	
调味品保持稳步增长 毛利率提升助推业绩高速增长	2014-08-26

1. 增发预案落地，前海成为控股股东

1.1. 发行对象为前海人寿一致行动人

发行数量不超过 300,802,139 股，发行对象为富骏投资、崇光投资、润田投资及远津投资，持有公司 9.10% 股份的股东前海人寿为上述发行对象的一致行动人，发行价格为 14.96 元/股，以现金方式认购，募集金额不超过 45 亿元，股票限售期是自发行结束之日起 36 个月。

表 1：股份发行情况

序号	发行对象	认购数量 (股)	认购金额 (万元)	认购比例 (%)
1	富骏投资	77,765,129	116,336.63	25.85
2	崇光投资	75,117,805	112,376.24	24.97
3	润田投资	73,904,449	110,561.06	24.57
4	远津投资	74,014,756	110,726.08	24.61
合计		300,802,139	450,000.00	100.00

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 募集资金 45 亿元，超过 35 亿用于主业发展

本次非公开发行募集资金总额不超过 450,000.00 万元（含 450,000.00 万元），在扣除发行费用后将用于阳西基地后续建设项目、渠道建设及品牌推广项目、研发中心扩建项目、南派酱油生产智能化及自动化改造项目、食用油扩建项目、电商推广及自主线上平台建设项目、信息化系统升级项目及科技产业孵化园建设项目。

表 2：募集资金募投项目情况

序号	项目名称	预计总投资额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	阳西基地后续建设项目	121,925.05	121,925.05
	调味品业务扩产升级	107,649.22	99,585.72
	研发中心扩建项目	22,173.89	22,173.89
	南派酱油生产智能化及自动化改造项目	10,790.40	10,790.40
	电商推广及自主线上平台建设项目	62,831.71	62,831.71
2	食用油扩建项目	35,944.04	35,944.04
3	信息化系统升级项目	8,733.64	8,733.64
4	科技产业孵化园建设项目	200,000.00	88,015.56
合计		570,047.95	450,000.00

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：募投项目实施具体情况

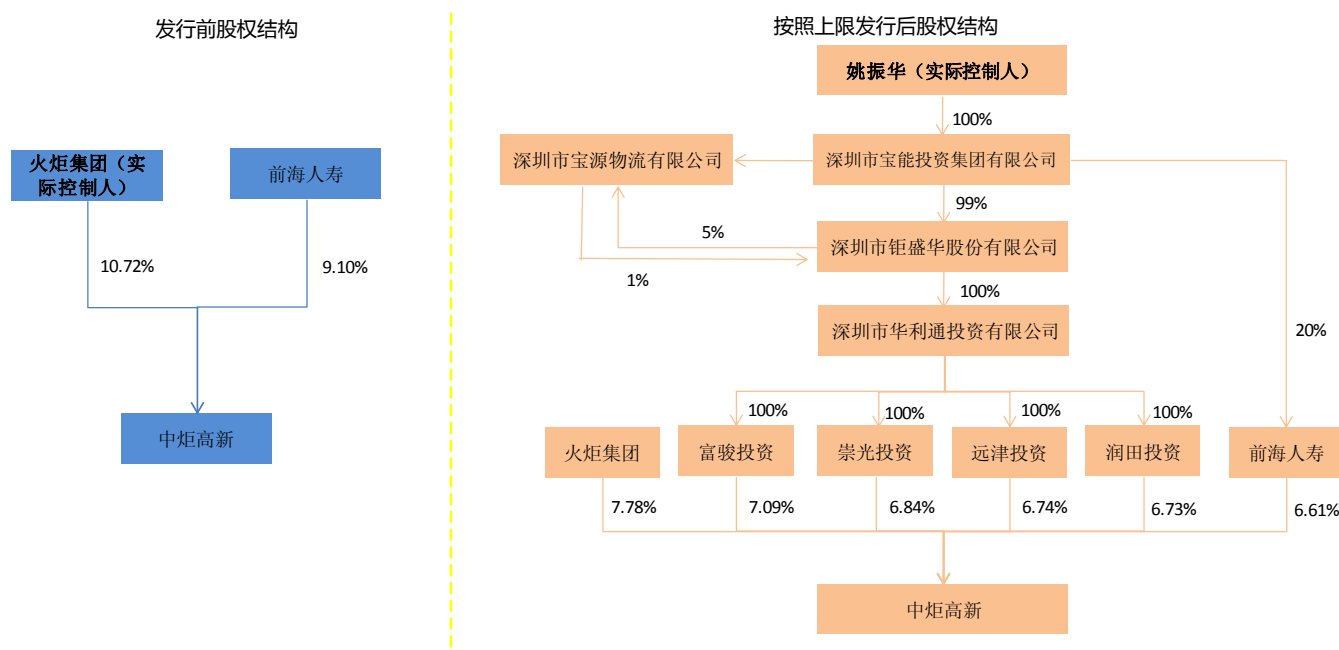
序号	项目名称	预计总投资额(万元)	建设期	实施主体	具体情况
1	阳西基地后续建设项目	121925.05	建设期为三年，第五年达产，项目周期为 13 年	广东厨邦食品有限公司	(1) 达产后预计实现年收入 22.22 亿元，项目税后内部收益率为 22.37%；(2) 本项目实施后，公司将新增 18.37 万吨酱油、0.52 万吨罐头、5.59 万吨蚝油、1 万吨醋汁、1.83 万吨食用油、1.71 万吨调味酱的产能。
	调味品业务扩产升级	107649.22	四年	广东美味鲜调味食品有限公司	一方面，本项目拟在四年内通过增加业务人员，实现以地级市为单位设置销售办事处并将部分经销商细分至县一级，新增 150 个办事处；另一方面，本项目拟在四年内通过传统媒体和新媒体的广告投放，进一步提高公司的品牌知名度和美誉度。
	研发中心扩建项目	22173.89	三年	广东美味鲜调味食品有限公司。	本项目拟建立酿造中试车间、煮制中试车间、罐头项目、发酵制品项目、酶解项目、质量安全检测共 6 个实验室，涉及到原材料核心加工技术、食品质量控制和新产品研发等领域。
	南派酱油生产智能化及自动化改造项目	10790.4	建设期为一年，达产年为第二年，项目计算期为 11 年	广东美味鲜调味食品有限公司	达产后年收入预计为 2.36 亿元，税后内部收益率为 42.41%。
	电商推广及自主线上平台建设	62831.71	三年	广东美味鲜调味食品有限公司	拟投资电商推广及自主线上平台建设
2	食用油扩建项目	35944.04	建设期为三年，达产年为第五年，项目计算期为 13 年	广东美味鲜调味食品有限公司	达产后预计年收入为 13.72 亿元，项目的税后内部收益率 25.93%。
3	信息化系统升级项目	8733.64	三年	广东美味鲜调味食品有限公司	项目拟建设企业信息化管理系统，系统包含仓储物流物联网与大数据，可实现对公司财务、成本、采购、生产、库存、销售、质量等管理升级再造。
4	科技产业孵化园建设项目	200000 (其中投入 88,015.56 万元用于孵化园建设)	建设期两年，达产年为第五年，项目计算期为 12 年	--	满租后预计实现年租金收入为 11,230.53 万元，税后内部收益率 8.06%。本项目预计孵化基金投资 111,984.44 万元，分五年投入，税后内部收益率 24.32%。总体上，本项目可实现税后内部收益率 16.36%。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 本次增发完成后，公司实际控制人变更

本次发行前实际控制人为火炬开发区管委会，发行后姚振华及一致行动人合计持股 34.02%，公司实际控制人变更为姚振华。

图 1：发行前后股权结构变化



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 调研纪要

Q1.公司实际控制人变更以后，对公司战略定位是否变化，管理层是否有所变化？

暂时没有定论。定增完成后前海相对控股，将派出董事、管理层微调都是情理之中的，但承诺管理层不会有太大变动。

Q2.这次增发之后对于未来美味鲜的发展规划的变化？

45 亿中有 36 亿投入调味品主业。公司包括未来新股东都看好调味品的发展。美味鲜未来发展战略不会有变化只会更好。

Q3.调味品上半年情况怎么样？

美味鲜披露半年报，跟我们年初的预测基本上是吻合的，增速有所放缓，放缓有几个深层次的原因：

第一，经济大环境不好，需求不振；第二，调味品行业竞争也在加剧，比如鲁花有 130 亿收入，每瓶油配一个自然鲜酱油；第三，去年新厂阳西落产后加大压货力度，传导到今年。第四，现在经销体系获得的利益越来越薄，从去年 9 月开始调控终端价格，在主销区广东、海南、广西、福建，提高终端价格，短期影响了销量，但是给我们经销体系利益空间加大。我们主销区零售价格 8-9 成价格提起来了。目前来看，对销量的影响已经消化得差不多，下半年会比上半年好。

Q4.未来管理层激励实现的途径？

不是管理层自己能想的问题。看新股东怎么考虑。

Q5.关于阳西基地的情况？上半年销售规模，二期进度怎么样？全年规模多大？

阳西基地通过几年的努力，也比较快，2012 年 11 月 28 号动工，到 2014 年，1 年半时间，顺利投产，我们已经投入的大概 6.4 亿，去年下半年正式投产后，今年能达到 8-10 个亿的收入规模，未来主要的增量主要来自阳西，中山不会有新产能。阳西新增罐头项目（未来 2 亿），也是 7 月上市。很多地方卖断货，现在原材料采购有点困难。未来发展

的重点项目，原味、现炸、香辣鲮鱼罐头。

Q6.未来美味鲜的规划，如果要继续增长，是区域性扩张更多，还是品类延伸更多？

45 亿募投项目，一部分是用于渠道和品牌的推广，我们目前收入能做到 20-30 亿规模，但我们还不是全国性的，这次募投项目，定位是比较准确的，拿出 4.8 亿扩张渠道建设，通过 3-5 年构建一个承载百亿级规模的销售网络。

Q7.公司未来会优先在哪些渠道扩张？

公司未来的扩张是全渠道，全区域。包括几个方面：第一，扩充销售办事处，目前是 90 个，目标是每个地级市都有我们的办事处，达到 240-270 个；现在一级经销商是 600 个，将来扩展到 1800 个，增加到 3 倍；我们的业务团队，驻地的是 900 人，未来要扩充到 2000 个人。第二，扩展商超系统，现在商超 20%，已经进的门店是 6000 个，未来扩展到 1W 个；流通渠道，全国的销售网点国内有 80 万个，我们只有 20 万个，我们要提升到 60%；餐饮渠道占我们比重 18%，但整个餐饮渠道承载的 40%，餐饮是我们的短板，以后要争取翻番以上；另外增加电商平台，未来发展的渠道补充。我们电商，募集投 2.6 亿，围绕 3 个方面，借助第三方平台，已开展了阿里、天猫已经进去了，未来京东、一号店，未来做适合线上销售的产品。厨邦鲜酱油，900ml 的，将来开发更多适合线上销售的产品。建立自主的、专业的食品销售平台。跨境电商是未来的。今年开始是厨邦全渠道全网络的销售元年，3-5 年，做到收入百亿级。

Q8.品牌投入方面？

在传统媒介继续保持力度，在新媒体上也有动作。我们的微信挺不错的。

Q9.调味品公司都在扩产，行业还能承载几个百亿企业。未来行业集中度会怎么样？

我们对调味品的判断，8%的增长，这两年经济这么差的情况下我们还保持适度增长，说明这个行业还是好的，现在调味品过百亿只有 1 家，不用担心，中国市场太大了，看怎么做。

Q10.做食用油的考虑？

本项目拟在中山市建设实施，总投资额为 35,944.04 万元，建设期为三年，达产年为第五年，项目计算期为 13 年，达产后预计年收入为 13.72 亿元，3-4 亿在做食用油的。做食用油主要是考虑到产品互补，渠道共享。

Q11.未来在品类扩张上的思路是怎样的？

不能跳开主业，产品是互补的，渠道是共享的。第一，食用油，因为规模很大，比酱油起码 10 倍以上，我们在 07 年就开始酝酿的。我们一开始从 100% 的纯花生油、玉米油，局部区域销售不错，丰富了五谷调和油，今年油在在所有品类里面，增长最快，1-8 月增长 130%，今年能做到 1.5-2 亿。它跟我们产品互补，渠道是共享的。第二个罐头类，蚝、鲮鱼，产地资源型的。

Q12.过去跟海天的差距主要由于机制，机制理顺后，未来是否能超越海天？

美味鲜已经很卖力了，将来有机制会更卖力。

Q13.未来阳西拿地、税率是否会受影响？

应该不会，阳西政府希望园区做的更大。

Q14.海天 40% 多的毛利率，20% 多的净利率，我们价格更高，过去国企，效率低，生产线比较落后，未来新产能释放以及机制理顺后，3-5 年净利率能否达到海天的水平？

我们跟海天还是有差距的，现在是老二，要想超越它，必须要加大投入。投入就意味着

要牺牲短期利润来获取份额。

Q15.公司未来是否会为了抢占市场份额降价?

不是降价，是增加渠道投入和品牌的推广。降价是自杀的，我们是做好渠道网络的建设，提高服务的方面下工夫。投钱买端架。增加端架占比。现在海天也是这种做法。

Q16.是否意味着未来净利率维持在现在这个水平?

投资回报率每年稳健增长，不会爆发增长。不希望未来利润增长太快，拿出更多的资源来投入市场。新股东肯定是做长期投资，不是炒一把就走。

Q17.毛利率一直比海天低很多的原因?

差距来源于，自动化程度有显著差异，通过机器换人，人工成本是一年一年增加的。现在社保已经超过工资 40%的，美味鲜一分钱不欠。跟海天在自动化水平差距比较大，规模差距。另外建设期，阳西今年转固，海天已经早我们 7-8 年完成固定建设。我们从 05 年开始，建设没有停过。建设期的费用阶段性的出来。规模上升后会逐步消化。3 年中工厂要减少一半。

Q18.公司 31.7 亿用于调味品的扩产? 前海是否明确做大调味品,其他是否会剥离? 科技产业孵化园项目, 20 亿投资, 这个项目的情况?

45 亿资金中，其中美味鲜投资 36 亿。发展壮大主业，达成一致。孵化园项目总投资 20 亿，募投项目 8 亿。孵化资金，逐步的投入。效益需要看更长的时间。

Q19.未来跟海天差距缩小，是否会价格战?

价格战是自杀行为。这种手段大家都没好处。

Q20.上半年华北增速放缓的原因?

1-8 月，主要影响是主销区。其他的市场还是比较健康的。

Q21.哪些调味品适合线上? 物流费用占一瓶酱油多少?

如果没做到 500 万基本上是亏的。我们今年也就是 200-300W。我们的产品还是比较受欢迎的。3.8 号天猫活动一天卖了 160W。

Q22.1-8 月区域销售市场各个区域的销售情况?

趋势：出现反转。

Q23.今年增速下滑的原因?

去年 20%，上半年 9%，销售政策的调整影响大。经销商毛利大幅提升，但终端销量会受影响。从去年 9-10 月开始，到今年 8 月，观察到已经调整到位了。

Q24.华南、华北定价?

全国出厂价都是一样的。运费公司承担。但是主销区零售价肯定比非主销区便宜。

Q25.未来华北是否新增产能?

酱油肯定在阳西扩产，因为我们的工艺。但是其他产品做到一定程度，也可以考虑到其他地方设厂。

Q26.100 亿收入中酱油占比多少?

按 45 亿募投，规划的销售是 70-80 亿，酱油 50 亿。我们必须搭建百亿销售平台，这个是先行的。

Q27.食用油行业相对酱油竞争很激烈，集中度很高，公司做食用油的原因？

第一，产品互补渠道共享。第二，油的特点，净利率比酱油低，但是投资回报率很高，13-14 亿收入，总投资才 3 亿。第三，周转率很高，酱油 180 天，油昨天进来今天就可以出去。同时我们不用新增费用，给奖金就行了。

Q28.未来是否会扩充经销商？渠道更细分，经销商盈利是否会往下走？

随着厂家规模越来越大，厂家越来越强势，经销商利润会越来越低。未来目标，县级都有经销商。中山有 30 多个经销商，也没见过不好做（中山一年 2 亿）；调整价格以后，它毛利是翻番以上的。一个经销商合理辐射范围不超过 60 公里。超过都是假的。未来趋势是越分越细。

Q29.油原料的来源主要是？

现在花生油、玉米油，未来葵花籽油、菜籽油。花生都是山东来的。大豆都是进口的。

Q30.经销商的利润率？跟竞争对手的对比？

希望我们的产品比其他产品赚更多钱。赚钱是第一要务。基本上跟企业发展步伐是一致的。所以我们从第一季度开始调整，确实发现主销区获利能力在下降。经销商成本也是在增加的。1 个士多店，一瓶酱油不赚 1 块钱他就不干了。8 月开始新政策，经销商毛利翻一倍，但赚的钱不能全部落袋，必须拿出一半投向市场。

Q31.阳西产能投产进度如何？

市场有多大，它就放多大。总的 47 万吨，进度调配，最难的是渠道建设。

Q32.餐饮渠道打算怎么样做？

跟海天相比，餐饮是我们最大的短板。餐饮的销售模式跟商超和流通是有区别的，第一，产品结构要合理，我们的产品也在丰富，第二要开发适合餐饮的经销商，第三，要建设与厨师的关系，厨师决定权很大。李锦记做了几十年，经常培训会、联谊会，原来是经销商自发做，现在公司引导。全国巡回全国厨师品鉴会。我们餐饮在赣州做得不错。赣州大小酒楼都是用的厨邦的产品。

Q33.股权激励是否有时间表？

前海人寿主动提出股权激励问题。但当前首当其冲是完成定增。如果掺杂股权激励，方案会很复杂。估计新的控制权转移后就会考虑这个问题。

Q34.前海对中炬房地产业务的想法？

他自己那块做的很大。但是对我们还没有要求。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年09月09日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,318.2	2,641.9	2,945.5	3,756.3	4,895.4	成长性					
减:营业成本	1,592.8	1,731.1	1,922.3	2,409.8	3,022.4	营业收入增长率	32.1%	14.0%	11.5%	27.5%	30.3%
营业税费	37.7	45.2	32.4	41.3	53.8	营业利润增长率	115.9%	27.0%	-12.8%	69.6%	71.0%
销售费用	185.5	231.0	294.6	432.0	597.2	净利润增长率	69.3%	34.7%	-18.4%	68.7%	70.4%
管理费用	225.4	288.3	368.2	432.0	440.6	EBITDA 增长率	65.0%	22.8%	-5.9%	29.1%	64.6%
财务费用	33.8	33.2	53.0	-26.8	-25.6	EBIT 增长率	81.6%	23.6%	-6.1%	34.7%	75.5%
资产减值损失	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	81.0%	25.2%	-7.3%	34.7%	75.5%
加:公允价值变动收益	-0.2	0.3	-2.8	-	-	投资资本增长率	39.9%	34.5%	2.6%	7.4%	19.7%
投资和汇兑收益	12.1	10.3	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	8.9%	9.5%	4.2%	10.8%	16.5%
营业利润	254.2	322.8	281.3	477.1	816.0	利润率					
加:营业外净收支	8.1	21.2	5.9	7.5	9.8	毛利率	31.3%	34.5%	34.7%	35.8%	38.3%
利润总额	262.4	344.0	287.2	484.6	825.8	营业利润率	11.0%	12.2%	9.6%	12.7%	16.7%
减:所得税	42.0	51.4	46.0	77.5	132.1	净利润率	9.2%	10.9%	7.9%	10.5%	13.7%
净利润	212.8	286.8	234.0	394.8	672.8	EBITDA/营业收入	15.4%	16.6%	14.0%	14.2%	17.9%
						EBIT/营业收入	12.4%	13.5%	11.3%	12.0%	16.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	98	126	150	120	89
货币资金	355.3	270.4	294.6	375.6	489.5	流动营业资本周转天数	87	114	126	113	116
交易性金融资产	2.5	2.8	-	-	-	流动资产周转天数	312	270	282	261	250
应收帐款	123.0	79.1	133.6	137.6	215.9	应收帐款周转天数	13	14	13	13	13
应收票据	1.0	0.5	1.8	0.4	2.7	存货周转天数	191	168	189	176	169
预付帐款	225.5	221.3	183.2	349.1	345.4	总资产周转天数	558	528	531	453	395
存货	1,207.5	1,261.3	1,828.5	1,845.6	2,746.5	投资资本周转天数	250	300	312	257	225
其他流动资产	59.1	157.3	172.9	129.8	153.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	64.6	21.5	28.7	38.3	ROE	10.0%	12.2%	9.5%	14.4%	20.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.0%	7.2%	5.2%	8.4%	11.7%
长期股权投资	114.0	51.7	51.7	51.7	51.7	ROIC	18.0%	16.1%	11.1%	14.6%	23.9%
投资性房地产	494.1	429.6	429.6	429.6	429.6	费用率					
固定资产	669.6	1,176.4	1,273.7	1,234.4	1,191.1	销售费用率	8.0%	8.7%	10.0%	11.5%	12.2%
在建工程	318.6	191.1	88.4	88.4	88.4	管理费用率	9.7%	10.9%	12.5%	11.5%	9.0%
无形资产	105.8	114.1	120.9	127.4	133.6	财务费用率	1.5%	1.3%	1.8%	-0.7%	-0.5%
其他非流动资产	20.0	38.9	29.3	24.1	21.0	三费/营业收入	19.2%	20.9%	24.3%	22.3%	20.7%
资产总额	3,696.1	4,059.0	4,629.9	4,822.5	5,907.2	偿债能力					
短期债务	164.1	100.0	454.9	365.6	475.6	资产负债率	35.5%	35.6%	41.2%	37.5%	40.5%
应付帐款	382.2	459.4	471.1	691.0	772.3	负债权益比	55.0%	55.4%	70.1%	59.9%	68.2%
应付票据	59.0	52.9	81.4	82.8	121.3	流动比率	1.67	2.39	1.51	1.80	1.89
其他流动负债	574.4	219.8	723.5	436.0	719.3	速动比率	0.65	0.88	0.45	0.63	0.58
长期借款	119.6	108.6	-	-	1.4	利息保障倍数	8.51	10.72	6.31	-16.77	-30.82
其他非流动负债	12.0	505.8	176.9	231.6	304.7	分红指标					
负债总额	1,311.3	1,446.4	1,907.8	1,806.9	2,394.7	DPS(元)	0.08	0.11	0.09	0.15	0.26
少数股东权益	252.1	257.9	265.1	277.3	298.2	分红比率	30.3%	30.6%	30.9%	30.6%	30.7%
股本	796.6	796.6	796.6	796.6	796.6	股息收益率	0.4%	0.6%	0.5%	0.8%	1.3%
留存收益	1,337.3	1,541.6	1,660.3	1,941.6	2,417.7						
股东权益	2,384.8	2,612.5	2,722.1	3,015.6	3,512.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.27	0.36	0.29	0.50	0.84
净利润	220.4	292.6	234.0	394.8	672.8	BVPS(元)	2.68	2.96	3.08	3.44	4.03
加:折旧和摊销	72.2	86.4	78.5	82.8	87.1	PE(X)	72.8	54.1	66.2	39.3	23.0
资产减值准备	0.8	0.8	-	-	-	PB(X)	7.3	6.6	6.3	5.7	4.8
公允价值变动损失	0.2	-0.3	-2.8	-	-	P/FCF	-161.6	-2,346.3	129.2	93.1	51.8
财务费用	33.2	32.4	53.0	-26.8	-25.6	P/S	6.7	5.9	5.3	4.1	3.2
投资损失	-12.1	-10.3	-10.0	-10.0	-10.0	EV/EBITDA	24.6	19.2	37.9	29.2	17.8
少数股东损益	7.5	5.8	7.2	12.2	20.8	CAGR(%)	22.7%	33.3%	25.4%	22.7%	33.3%
营运资金的变动	-118.5	-363.1	-54.1	-220.3	-581.5	PEG	3.2	1.6	2.6	1.7	0.7
经营活动产生现金流量	135.1	335.0	305.9	232.7	163.6	ROIC/WACC	1.7	1.5	1.0	1.4	2.2
投资活动产生现金流量	-136.1	-376.5	-48.1	-29.3	-52.5	REP	2.8	2.2	5.8	4.1	2.1
融资活动产生现金流量	1.8	-43.6	-233.5	-122.3	2.9						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

苏铖、刘颜分别声明, 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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@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	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

