

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

证券分析师：余春生 S0350513090001

021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

## 打造“产业链金融服务商”，开启跨越式发展新征程

## ——金叶珠宝（000587）深度研究报告（一）

## 投资要点：

- **我国黄金珠宝行业发展空间巨大** 过去十年，我国黄金珠宝市场增长较快，整体销售规模达约 5000 亿元。但从人均消费水平来看仍然较低，2014 年仅为 63 美元，相比于文化传统较为类似的中国台湾（154 美元）、新加坡（488 美元）仍有较大提升空间。未来，随着国民收入提高和消费升级，预计我国黄金珠宝行业仍将保持较高速度的增长。而在我国黄金珠宝市场销售中，又以金类饰品为主，黄金销售占比达 55% 左右。
- **金叶珠宝历史经营以黄金饰品加工批发为主** 金叶珠宝成立于 1994 年，于 2011 年 8 月通过光明集团家具股份有限公司（S\*ST 光明）的股权分置改革后借壳上市。上市后，公司在以黄金饰品加工为主的业务基础上，积极向产业链上下游拓展，现已覆盖黄金珠宝矿业投资、加工批发、品牌零售三大主营业务板块，业务囊括了整条黄金产业链。但黄金批发业务毛利率较低，未来金叶珠宝有望将黄金变成理财工具、金融产品以及投资品种。
- **收购丰汇租赁，双方协同优势下带来巨大收益** 2015 年 9 月 8 日，公司公告，收购丰汇租赁已获证监会正式通过。我们认为，金叶珠宝收购丰汇租赁后，除丰汇租赁现有业务给公司带来的直接收益外，双方还有望进一步发挥协同优势，丰汇租赁可借助金叶珠宝的上市公司融资平台，将现有的“融资租赁业务规模”继续扩大，同时还可结合金叶珠宝的黄金全产业链经营优势和丰会租赁丰富的投融资渠道优势，打造成“黄金产业链金融服务商”。
- **丰汇租赁有望借助金叶珠宝上市公司融资平台，“融资租赁”业务规模快速扩大** 租赁行业主要为企业提供包括融资租赁、委托贷款在内的传统及创新型融资服务。目前我国正加快产业结构调整和技术革新深化，融资租赁行业将是产业结构转型的受益者。此外，政府层面也鼓励发展融资租赁业务，并从政策上给予大力支持。因此，未来我国融资租赁市场空间与渗透率都有望大幅提升。根据行业测算，我国 2014 年租赁业务规模在 3.2 万亿元，未来 5 年预计能实现年均 25% 的复合增长率达 9 万亿元。若我国融资租赁渗透率达到国际平均水平 10%，则也有近 3 倍的增长空间。
- **协同金叶珠宝黄金全产业链经营优势与丰汇租赁投融资渠道优势，积极打造“黄金产业链金融服务商”** 金叶珠宝在黄金产业链上具有极强的运作能力。经过 20 年的快速发展，公司目前已成为集黄金首饰开发设计、生产加工、批发零售和品牌加盟于一体的国内著名珠宝企业，囊括了黄金全产业链。丰汇租赁作为国内民营租赁公司，长期与民生金融租赁、工商银行、光大银行、建设银行等金融机构开展战略合作，业务范围覆盖电力能源、石油化工、交通运输、冶金矿业、医疗设备、钢铁等行业的直接租赁、售后返租、委托贷款等业务，具有丰富的投融资渠道。金叶珠宝收购丰汇租赁后，使丰汇租赁能够为黄金产业链上下游企业提供各类融资服务，从而实现了产业与金融的有效结合，为公司打造成“黄金产业链金融服务商”成为现实的可能。
- **公司具有同业无可比拟的核心竞争能力** 金叶珠宝相对于其他品牌公司而言，具有上市公司的融资平台、

信用背书和全产业链竞争优势，收购丰汇租赁后，又带来了丰汇租赁多方位的投融资渠道，使公司在打造“黄金产业链金融服务商”方面具有业务支撑和竞争壁垒。

- **员工持股计划彰显管理层对公司发展的信心** 公司于 2015 年 9 月 9 日晚公告，拟实施 2015 年员工持股计划。我们认为，公司对员工持股计划的推出，彰显了管理层对公司未来发展的信心，公司员工的利益与二级市场股东的利益是高度一致的。
- **盈利预测与投资建议** 假定公司 2015 年将丰汇租赁财务报表纳入公司合并报表，则我们预测公司 15/16/17 年 EPS 分别为 0.57/0.89/1.18，对应 2015/16/17 年 PE 分别为 36.06/23.01/17.31 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示** 员工持股计划未通过，业务拓展不达预期

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	10333	13122	17978	25708
增长率(%)	17%	27%	37%	43%
净利润（百万元）	142.4	600	940	1250
增长率(%)	-3%	321%	57%	33%
摊薄每股收益（元）	0.26	0.57	0.89	1.18
ROE(%)	10.14%	30.47%	32.95%	31.03%

## 目 录

一、我国黄金珠宝行业发展空间巨大.....	4
二、金叶珠宝历史经营以黄金饰品加工批发为主.....	5
三、收购丰汇租赁，双方协同优势下带来巨大收益.....	6
四、公司具有同业无可比拟的核心竞争能力.....	11
五、员工持股计划彰显管理层对公司发展的信心.....	12
六、盈利预测与投资建议.....	12
七、风险提示.....	12
表 3: 金叶珠宝盈利预测表.....	14

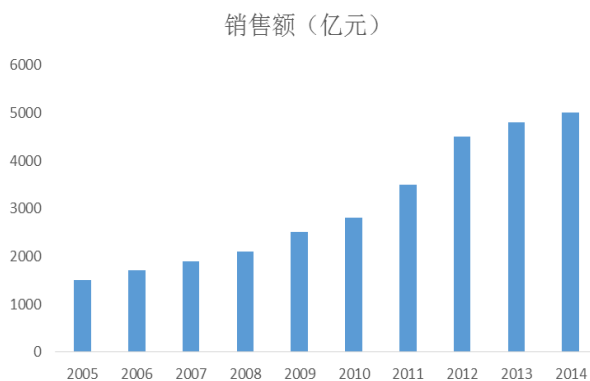
## 一、我国黄金珠宝行业发展空间巨大

过去十年，我国黄金珠宝市场增长较快，黄金珠宝消费位居世界前列，市场销售整体规模近 5000 亿元。未来，随着国民收入提高和消费升级，预计我国黄金珠宝行业仍将保持较高速度的增长。

### 1、我国黄金珠宝人均消费仍有较大提升空间

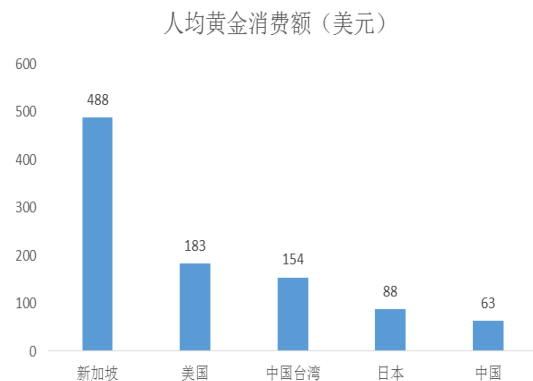
最近十年，我国黄金珠宝市场经历了三个发展阶段：2005-2009 年市场规模稳定增长，复合增速为 12.90%；2010-2012 年黄金珠宝行业受金价上涨等因素影响，迎来高速增长期，市场规模由 2010 年的 2960 亿元迅速增长至 2012 年的 4540 亿元，复合增速 15.30%；2013-2014 年受反腐抑制高端消费和渠道客流下降等因素影响，黄金珠宝市场增速有所回落，至 2014 年，我国黄金珠宝市场销售规模已近 5000 亿元，总体量位于世界前列。但我国人均黄金珠宝消费水平仅为 63 美元，相比于文化传统较为类似的中国台湾（154 美元）、新加坡（488 美元）仍有较大提升空间。

图 1、黄金珠宝市场销售规模已近 5000 亿



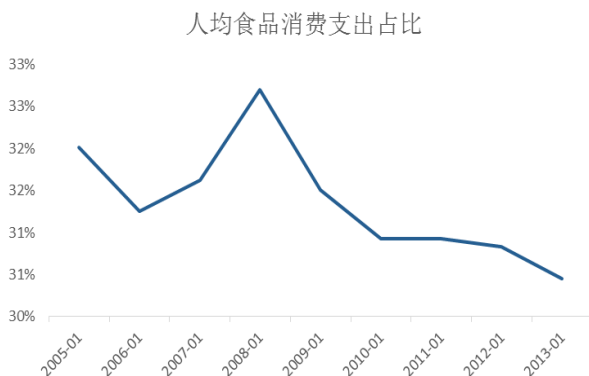
资料来源：EUROMONITOR, WIND、国海证券研究所

图 2、我国人均黄金珠宝消费额仍然较低



资料来源：EUROMONITOR, WIND、国海证券研究所

图 3、食品消费占比长期下降



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、服饰消费占比持续提升



资料来源：WIND、国海证券研究所

国民生活水平持续提升，黄金珠宝需求有望持续旺盛。在中国经济持续快速增长和人均可支配收入水平不断提高的背景下，人们在满足基本生活需求的基础上，逐渐增加了对珠宝饰品的消费，黄金珠宝饰品消费成为继衣着、住房、汽车之后居民的第三大消费热点。2014年我国人均可支配收入已达28844元，过去五年复合增速达10%。同时，随着国民收入绝对值的提升，食品消费占消费性支出的比重逐渐下降，服饰、娱乐休闲等支出占比长期呈上升趋势。随着人均可支配收入不断提升，消费升级持续深化，黄金珠宝行业维持高速增长可期。

## 2、我国黄金珠宝品类中“黄金”称王

我国黄金珠宝市场以金类饰品为主，黄金销售占据半壁江山，占比达55%，铂金、钻石、珠宝镶嵌为37%，而翡翠玉石仅占8%。在销售渠道方面，仍以有店铺零售为主，其中百货销售占比最大，达60.70%，其次是珠宝钟表专卖店占比32%，电商渠道占比仅为0.5%。

图 5、国内珠宝市场品类构成

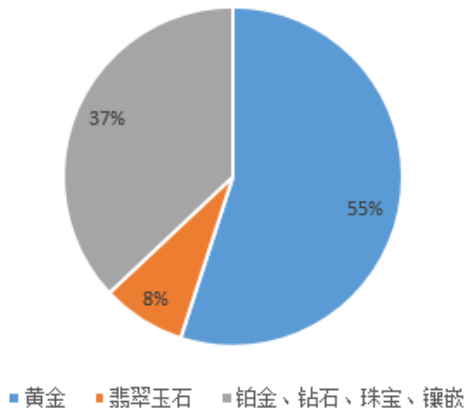


图 6、珠宝行业各销售渠道占比

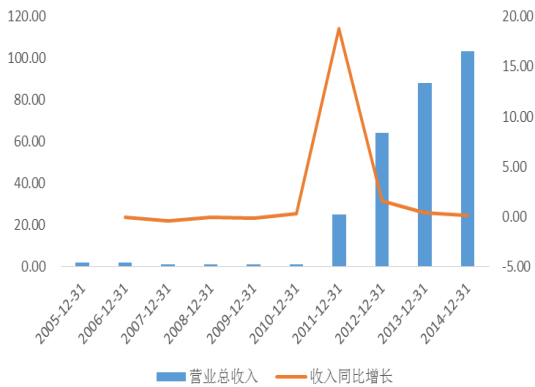
	2010	2011	2012	2013
有店铺零售	99.60	99.50	99.30	99.30
百货	59.80	61.50	61.30	60.70
珠宝钟表专卖店	36.00	33.80	33.30	32.00
大卖场	2.20	1.90	1.60	1.40
服装专卖店	1.30	1.30	1.30	1.30
其他店铺	0.30	1.10	1.80	3.90
无店铺零售	0.40	0.50	0.70	0.70
家庭购物	0.20	0.20	0.20	0.20
电商	0.2	0.3	0.5	0.5
合计	100	100	100	100

资料来源：上海黄金饰品行业协会、国海证券研究所

## 二、金叶珠宝历史经营以黄金饰品加工批发为主

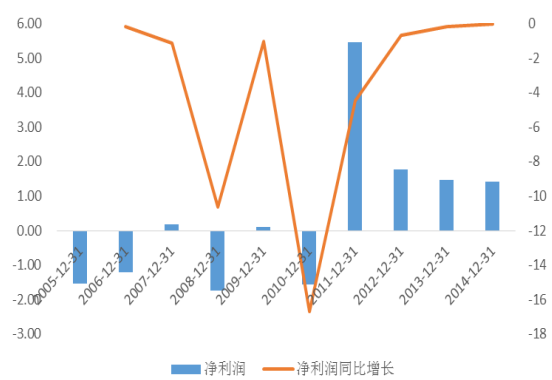
金叶珠宝成立于1994年，于2011年8月通过光明集团家具股份有限公司（S\*ST 光明）的股权分置改革后借壳上市。上市后，公司在以黄金饰品加工为主的业务基础上，积极向产业链上下游拓展，现已覆盖黄金珠宝矿业投资、加工批发、品牌零售三大主营业务板块，业务囊括了整条黄金产业链。公司的主要收入来源于黄金的批发业务，2014年约占公司总收入的92%，但黄金批发却是毛利率相对最低的业务。2014年公司实现营业收入103.3亿元，同比增长17%，但由于主要以黄金饰品加工批发业务为主，毛利率相对较低，仅为4.85%。公司近来持续沿黄金供应链扩张，不仅在东莞和重庆拥有两个加工基地，更在零售端开出600余个线下加盟和直营实体店，同时积极通过天猫和自有网站开展电商业务，试水O2O销售模式。过去，黄金更多是被当做首饰和饰品来经营，而这个市场的上升空间非常有限。未来金叶珠宝有望将黄金变成理财工具、金融产品以及投资品种。

图 7、金叶珠宝收入及增速情况



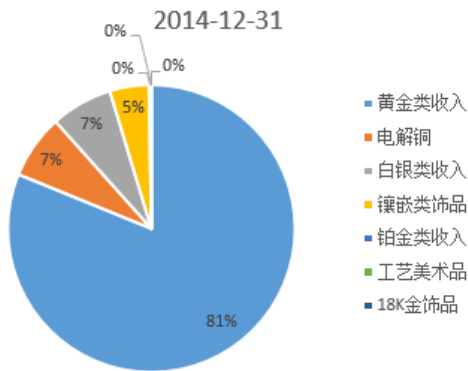
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、金叶珠宝利润及增速情况



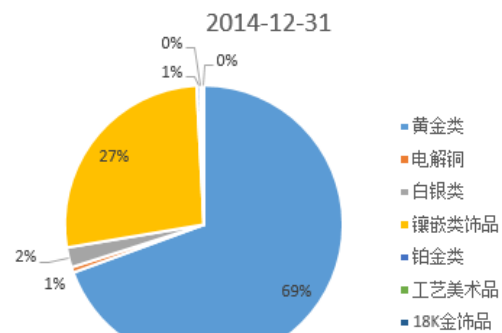
资料来源：国海证券研究所

图 9、金叶珠宝各品类收入占比情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10、金叶珠宝各品类毛利占比情况



资料来源：国海证券研究所

### 三、收购丰汇租赁，双方协同优势下带来巨大收益

为完善公司业务格局，金叶珠宝做过多次转型尝试。4月26日公司公告收购丰汇租赁，拟以每股11.92元的价格向丰汇租赁原股东发行2.8亿股，合计33.2亿元，同时支付现金26.3亿元，其中15.0亿元来源于向大股东九五集团定向增发1.3亿股所募集现金，总对价59.5亿元，购买丰汇租赁原股东中融资产、盟科投资、盛运环保、重庆拓洋合计持有的丰汇租赁90%股权。四位补偿责任人中融资产、盟科投资、盛运环保及重庆拓洋承诺丰汇租赁2015/16/17年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为5亿元、8亿元和10亿元。按公司90%的股权收购，即为4.5/7.2/9亿元。此外，大股东九五集团也承诺金叶珠宝业绩2015/16/17年分别为1.5/2/2.5亿元。由此，金叶珠宝合并后2015/16/17备考业绩分别为6/9.2/11.5亿元。

被并购标的丰汇租赁，成立于1999年，是“中植系”旗下重要的融资租赁公司，目前注册资本高达20亿元，业务范围覆盖医疗、电力、钢铁等行业的直接租赁、售后返租、委托贷款等业务。2014年丰汇租赁营业收入11.7亿，净利润3.41亿，

规模和盈利水平都排名民营租赁公司前列。

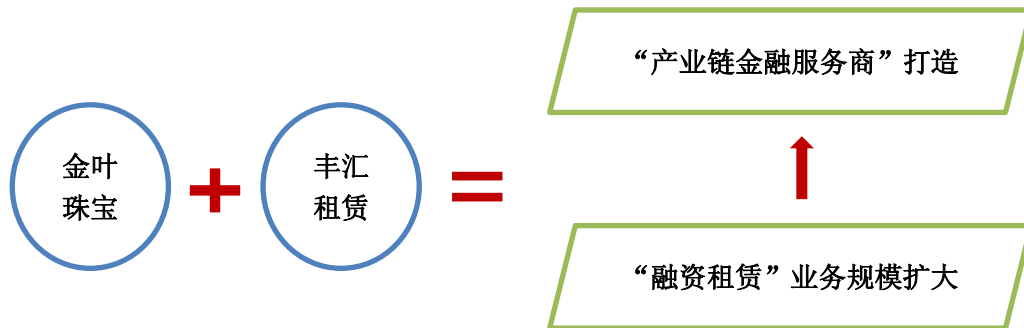
表1: 金叶珠宝收购丰汇租赁合并后备考业绩 (单位: 亿元)

项目	2015E	2016E	2017E
丰汇租赁原股东业绩承诺	5	8	10
金叶珠宝收购丰汇租赁90%股权业绩占比	4.5	7.2	9
九五集团承诺金叶珠宝业绩	1.50	2	2.50
金叶珠宝合并后备考业绩	6	9.20	11.50

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2015年9月8日, 公司公告, 收购丰汇租赁已获证监会正式通过。我们认为, 金叶珠宝收购丰汇租赁后, 除丰汇租赁现有业务给公司带来的直接收益外, 双方还有望进一步发挥协同优势, 丰汇租赁可借助金叶珠宝的上市公司融资平台, 将现有的“融资租赁业务规模”继续扩大, 同时还可依托金叶珠宝的黄金全产业链经营优势, 延伸“黄金产业链金融”业务, 将公司打造成“黄金产业链金融服务商”。

图 11、金叶珠宝与丰汇租赁的协同优势



资料来源: 国海证券研究所

### 1、丰汇租赁有望借助金叶珠宝上市公司融资平台, “融资租赁”业务规模快速扩大

#### (1) 我国融资租赁行业竞争尚属 “蓝海”, 未来发展空间广阔

租赁行业主要为企业提供包括融资租赁、委托贷款在内的传统及创新型融资服务, 上游资金来源于银行、信托公司、资产管理公司等资金提供方, 下游主要为有资金需求的水务、电力、热力、医院和房地产等各个行业的企事业单位提供融资服务。

目前，我国融资租赁行业正处于高速增长阶段，相对其他发达国家在融资租赁市场空间、渗透率、行业集中度等方面都有较大的差距，未来发展空间广阔。

### A. 我国融资租赁行业正进入高速增长期，融资租赁市场空间与渗透率都有望大幅提升

**经济转型和产业升级催生市场需求。**目前，我国租赁行业正处于经济结构调整、金融改革和区域产业政策落实的三重红利驱动的黄金发展时期。我国经济发展模式正从粗放型转向集约型转型，而工业化、城镇化的推进，以及传统行业的升级，民生工程（保障房的建设）、新兴行业和装备制造业的发展都将带动相关设备投资需求持续增长，为融资租赁行业带来巨大的发展机遇和市场空间。

根据行业测算，2014年我国租赁业务规模在3.2万亿元，未来5年预计能实现年均25%的复合增长率达9万亿元。我国融资租赁行业除市场空间提升之外，市场渗透率也有望较大幅度提升。据《世界租赁年报2011》统计，2010年中国的租赁渗透率（租赁额/社会设备投资总额）只有3.8%，远低于美国的22%，瑞典的24.60%和德国的15.80%，在统计的50个国家中排名第33位。而租赁行业发达的英国、美国的租赁渗透率都在17%以上。若我国融资租赁渗透率达到国际平均水平10%，则也有近3倍的增长空间。

**专业化金融租赁公司更具竞争优势。**在利率市场化的背景下，纯金融租赁公司的利差正在收窄。而专业化的租赁公司可以根据产业链专业优势，深耕一个或多个产业，以租赁为入口，转型为综合金融服务平台，为产业进行专业的金融服务和结构化融资服务。丰汇租赁目前业务主要覆盖电力、冶金和化工医疗方面，金叶珠宝收购后，丰汇租赁业务将有望更集中在黄金产业链上，更为突出专业化的竞争优势。

### B. 政府积极鼓励发展融资租赁业务，政策上给予大力支持

2015年8月26日，国务院总理李克强主持召开国常会，确定加快融资租赁和金融租赁行业发展的措施，更好服务实体经济。

会议指出，加快发展融资租赁和金融租赁，是深化金融改革的重要举措，有利于缓解融资难融资贵，拉动企业设备投资，带动产业升级。会议确定，一是厉行简政放权，对融资租赁公司设立子公司不设最低注册资本限制。对船舶、农机、医疗器械、飞机等设备融资租赁简化相关登记许可或进出口手续。在经营资质认定上同等对待租赁方式购入和自行购买的设备。二是突出结构调整，加快发展高端核心装备进口、清洁能源、社会民生等领域的租赁业务，支持设立面向小微企业、“三农”的租赁公司。鼓励通过租赁推动装备走出去和国际产能合作。三是创新业务模式，用好“互联网+”，坚持融资与融物结合，建立租赁物与二手设备流通市场，发展售后回租业务。四是加大政策支持，鼓励各地通过奖励、风险补偿等方式，引导融资租赁和金融租赁更好服务实体经济。同时，有关部门要协调配合，加强风险管理。

我们认为国务院加快发展融资租赁和金融租赁的会议规定，将有利于积极推动融资租赁行业快速发展。首先，“金融要服务实体经济”，高层再次予以强调。



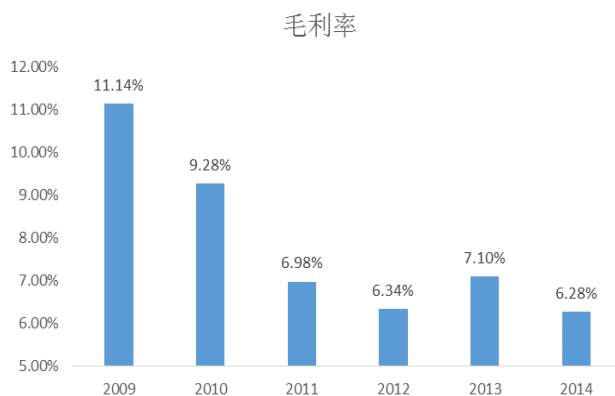
目前，我国宏观经济下滑，很多企业经营困难，通过融资租赁和金融租赁的方式，可有效解决企业融资困难和融资成本高的问题，对改善企业经营和促进经济发展具有积极的作用。其次，从细节方面看，国务院会议确定“融资租赁公司设立子公司不设最低注册资本限制”，将使融资租赁公司更好的在各地设立子公司开展融资租赁业务，有利于实现全国化布局，加快融资租赁业务在全国的渗透；“简化相关手续和对设备经营资质上同等对待，同时通过“互联网+”提高融资租赁业务效率，以及鼓励政府政策支持和实施奖励补偿”等规定，也将使众多企业尤其是小微企业愿意或乐意接受或主动寻找和开展融资租赁业务，这将对提高整个融资租赁行业业务规模具有积极的推动作用。

## (2) 金叶珠宝作为 A 股上市公司，具有融资成本低和融资方式多的优势

金叶珠宝作为 A 股上市公司，具有融资成本低和融资方式多的优势。丰汇租赁可以利用上市公司的平台优势，通过增发股份、公司债券等再融资渠道注入更多的经营资本金，或利用上市公司的优质资产通过抵押贷款或信用担保借款等方式获得资金支持。以此，进一步扩大丰汇租赁资本规模及业务范围，增强盈利能力

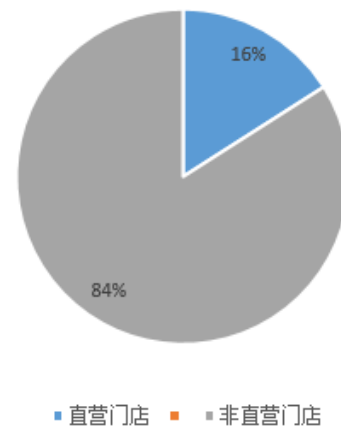
## 2、协同金叶珠宝黄金全产业链经营优势与丰汇租赁投融资渠道优势，积极打造“黄金产业链金融服务商”

图 12、黄金珠宝加工企业毛利率下滑



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13、珠宝零售终端仍以批发+加盟店为主

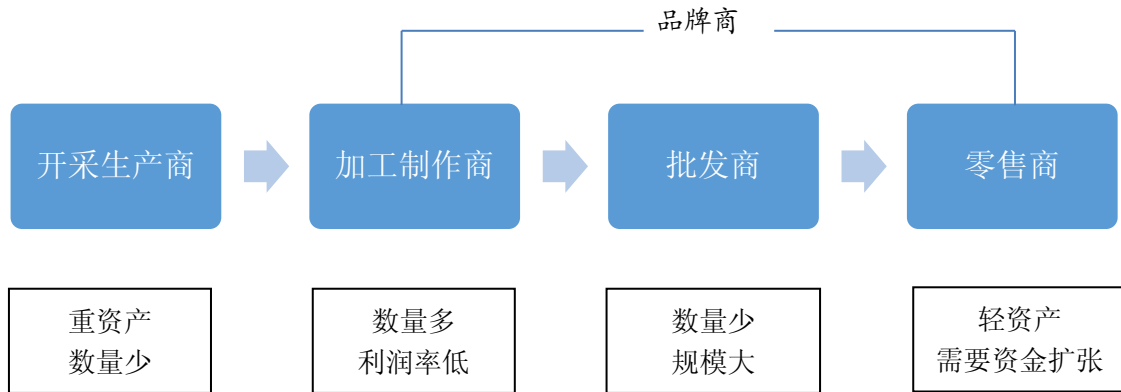


资料来源：国海证券研究所

黄金珠宝加工企业以中小企业为主，由于产品同质化现象严重，竞争较为激烈，近年来毛利率已经由 2009 年的 11% 下降至 2014 年的 6.28%；同时，加工企业回款能力较差，应收帐款近年来快速增长，至 2014 年同类企业的应收帐款期末总额 575 亿元，占总资产比重高达 30.50%。

而在黄金产业链中，品牌商占据黄金珠宝供应链的核心地位，珠宝品牌商在供应链中兼具品牌加工制作、批发商、零售商三重身份，对上下游企业掌控力强，其核心地位凸显，最具发展“产业链金融服务商”潜质。

图 14、品牌商占据珠宝产业核心地位



资料来源：国海证券研究所

### A. 金叶珠宝在黄金产业链上具有极强的运作能力

1998年，金叶珠宝拿到了由中国人民银行颁发的“黄金经营许可证”，这是同业中极其罕见的。2003年，国家开发黄金市场，金叶珠宝抓住历史机遇，正式独立自主经营。此后，金叶珠宝开始与国内一线黄金厂商合作，并与国际珠宝巨头合作提升名气。金叶珠宝先后拿下了北京奥运会、上海世博会等系列金、银纪念品的订单。经过20年的快速发展，公司目前已成为集黄金首饰开发设计、生产加工、批发零售和品牌加盟于一体的国内著名珠宝企业，囊括了黄金全产业链。

### B. 丰汇租赁具有丰富的投融资渠道

丰汇租赁作为国内民营租赁公司，注册资本 20 亿元，2014 年，实现营业收入 11.66 亿元，净利润 3.06 亿元。长期与民生金融租赁、工商银行、光大银行、建设银行等金融机构开展战略合作，业务范围覆盖电力能源、石油化工、交通运输、冶金矿业、医疗设备、钢铁等行业的直接租赁、售后返租、委托贷款等业务，具有丰富的投融资渠道。

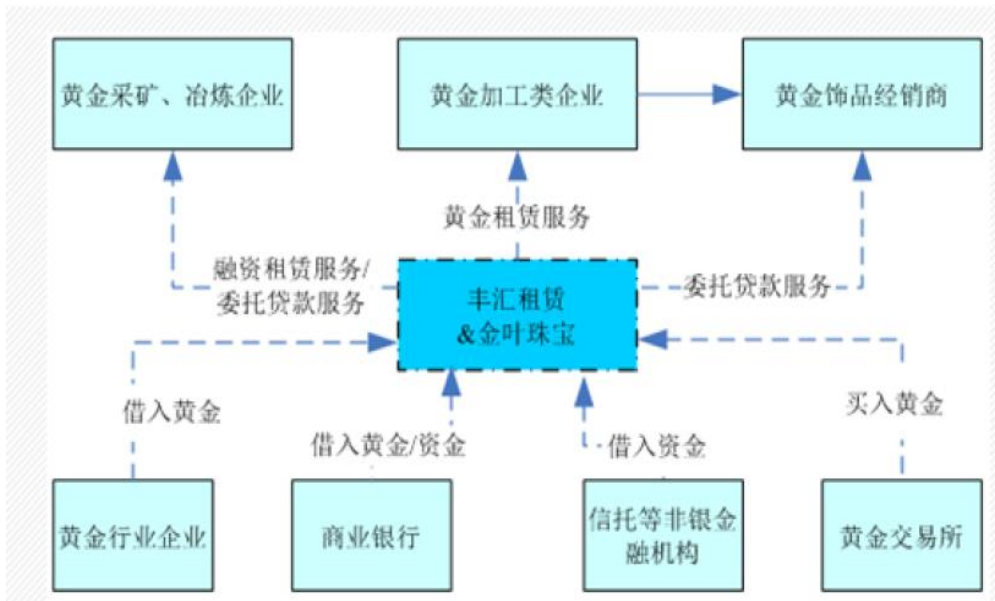
### C. 双方的结合发挥了各自的优势，满足了各自的需求

金叶珠宝在黄金产业和相关领域积累了丰富的上下游资源，与黄金行业中知名的龙头企业如中国黄金、老凤祥等建立了良好的长期合作关系，对黄金产业链各环节的企业有着较为深刻的理解。

而黄金产业链条上各环节的企业均有着强烈的融资需求，上游的采矿、冶炼企业在新建投资项目以及项目升级时需要购买大型设备，中游的黄金加工类企业需要及时融资以补充原料金，下游的黄金饰品经销商需要融资扩大业务规模，但近年来黄金价格下跌，黄金行业内企业利润下滑，造成黄金产业链上的各类型企业，尤其是中小企业的融资困难。此外，单一的银行融资已经不能满足黄金产业链上各企业的融资需求，整个产业链也缺乏熟悉黄金产业链的融资服务

提供商。丰汇租赁能够为黄金产业链上下游企业提供各类融资服务，从而实现了产业与金融的有效结合。

图 15、金叶珠宝并购丰汇租赁后有望打造成“黄金产业链金融服务商”

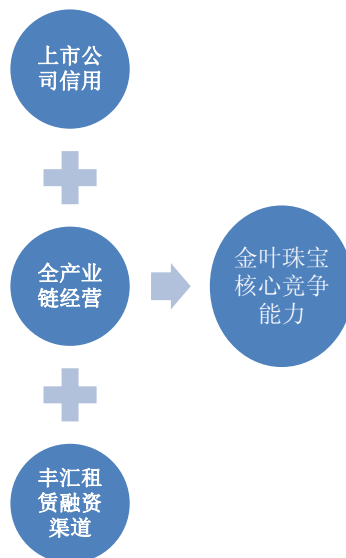


资料来源：公司公告、国海证券研究所

#### 四、公司具有同业无可比拟的核心竞争能力

金叶珠宝相对于其他品牌公司而言，公司经营的是黄金全产业链，包括矿业投资、珠宝批发、珠宝零售，具有完整的供应链体系，抗市场波动风险能力比较强。公司收购丰汇租赁后，又有了新的融资和投资渠道，可实现对黄金采矿、加工的租赁投资和对零售的委托贷款。

图 19、金叶珠宝具有无可比拟的核心竞争能力



资料来源：国海证券研究所

金叶珠宝上市公司的融资平台、信用背书和全产业链竞争优势，丰汇租赁的投融资渠道，使公司在打造“黄金产业链金融服务商”方面具有业务支撑和竞争壁垒。

## 五、员工持股计划彰显管理层对公司发展的信心

公司于2015年9月9日晚公告：为增强公司股票长期投资价值，维护股东利益，提高股东回报，构建长期稳定的投资者群体，树立公司良好的资本市场形象。同时，为建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，健全公司对员工的激励约束机制，促进公司持续、健康发展，公司拟实施2015年员工持股计划。

员工持股计划的具体内容为：1、集资金总额为不超过30,000万元；2、员工持股计划股票来源为员工持股计划通过二级市场购买；3、员工持股计划的参加对象范围为公司部分董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员及在公司或下属子公司工作的其他在职员工。

我们认为，公司对员工持股计划的推出，彰显了管理层对公司未来发展的信心，公司员工的利益与二级市场股东的利益是高度一致的。

## 六、盈利预测与投资建议

假定公司2015年将丰汇租赁财务报表纳入公司合并报表，则我们预测公司15/16/17年EPS分别为0.57/0.89/1.18，对应2015/16/17年PE分别为36.06/23.01/17.31倍，维持公司“买入”评级。

## 七、风险提示

员工持股计划未通过，业务拓展不达预期。

**表 2: 公司分项收入预测**

业务	项目	2014	2015E	2016E	2017E
黄金批发和零售	营业收入 (亿元)	103.33	113.66	142.07	173.33
	营业收入同比增长	17%	10%	25%	22%
	净利润	1.42	1.50	2.00	2.50
	净利率	1.38%	1.32%	1.41%	1.44%
	净利润同比增长	-3%	5%	33%	25%
融资租赁业务	营业收入 (亿元)	10.49	17.31	27.69	34.62
	营业收入同比增长		65%	60%	25%
	净利润	2.75	4.5	7.2	9
	净利率	26%	26%	26%	26%
	净利润同比增长		63%	60%	25%
黄金产业链金融服务	营业收入 (亿元)			10	50
	营业收入同比增长				0
	净利润			0.2	1
	净利率			2%	2%
	净利润同比增长				0
合计	营业收入 (亿元)	114	131	180	258
	营业收入同比增长		15%	37%	43%
	净利润	4.18	6.00	9.40	12.50
	净利率	3.67%	4.58%	5.23%	4.85%
	净利润同比增长		44%	57%	33%

数据来源: 国海证券研究所

表 3: 金叶珠宝盈利预测表

证券代码:	000587.sz	股票价格:	20.38	投资评级:	买入	日期:	2015-9-9		
<b>财务指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	10%	30%	33%	31%	EPS	0.26	0.57	0.89	1.18
毛利率	5%	8%	9%	8%	BVPS	2.34	1.75	2.57	3.65
期间费率	3%	3%	3%	2%	<b>估值</b>				
销售净利率	1%	5%	5%	5%	P/E	79.72	36.06	23.01	17.31
<b>成长能力</b>					P/B	8.70	11.64	7.94	5.58
收入增长率	17%	27%	37%	43%	P/S	1.10	1.65	1.20	0.84
利润增长率	-3%	321%	57%	33%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	3.61	3.61	3.66	3.82	营业收入	10333	13122	17978	25708
应收账款周转率	21.48	21.48	21.48	21.48	营业成本	9831	12046	16378	23548
存货周转率	12.07	12.07	12.07	12.07	营业税金及附加	22	27	38	54
<b>偿债能力</b>					销售费用	186	230	305	433
资产负债率	51%	46%	42%	40%	管理费用	74	94	124	178
流动比	1.91	2.03	2.21	2.32	财务费用	37	(9)	(29)	(60)
速动比	1.35	1.43	1.55	1.60	其他费用/(-收入)	(17)	5	3	1
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	165	739	1165	1556
现金及现金等价物	1393	1652	2201	2914	营业外净收支	14	14	14	14
应收款项	481	611	837	1197	利润总额	179	753	1179	1570
存货净额	814	1000	1360	1955	所得税费用	34	142	222	298
其他流动资产	89	113	154	221	净利润	145	611	957	1272
<b>流动资产合计</b>	<b>2777</b>	<b>3376</b>	<b>4552</b>	<b>6286</b>	少数股东损益	3	11	17	22
固定资产	70	163	276	369	归属于母公司净利润	142	600	940	1250
在建工程	0	80	70	70	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
无形资产及其他	4	4	4	4	经营活动现金流	(141)	82	(32)	(350)
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	145	611	957	1272
<b>资产总计</b>	<b>2860</b>	<b>3631</b>	<b>4911</b>	<b>6737</b>	少数股东权益	3	11	17	22
短期借款	354	354	354	354	折旧摊销	7	7	17	28
应付款项	778	955	1298	1867	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	110	140	192	275	营运资金变动	(296)	(547)	(1023)	(1673)
其他流动负债	211	211	211	211	投资活动现金流	(35)	(173)	(104)	(92)
<b>流动负债合计</b>	<b>1453</b>	<b>1660</b>	<b>2055</b>	<b>2707</b>	资本支出	3	(173)	(104)	(92)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2	其他	(38)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	筹资活动现金流	435	(47)	(73)	(97)
<b>负债合计</b>	<b>1454</b>	<b>1662</b>	<b>2057</b>	<b>2708</b>	债务融资	(389)	0	0	0
股本	557	1062	1062	1062	权益融资	98	0	0	0
股东权益	1405	1970	2854	4029	其它	726	(47)	(73)	(97)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2860</b>	<b>3631</b>	<b>4911</b>	<b>6737</b>	现金净增加额	259	(137)	(209)	(539)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

孔令峰、余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。