

中免商城上线，免税商品销售有望爆发



核心观点

- 1月20日，中免商城 (<http://www.zhongmian.com/index.htm>) 上线试运营，欲打造成一个 100%品牌授权、足不出户尽享免税价格的线上综合商城。目前已推出服装鞋靴、精品箱包、眼镜配饰、化妆品、香水香氛五大品类免税商品、60 多个品牌，未来还将陆续推出母婴、保健品、家具、健康食品、酒水等品类，预计合作品牌数量有望达到 200-300 家。我们认为，中免电商平台的推出，或将引发一波网购热潮，免税商品销售有望爆发。
- 跨境电商相关政策促使海淘市场逐步阳光化。经过近几年的高速发展，2013 年海外代购市场交易规模达 767 亿元，预计 2014 年这一数字将达到 1549 亿元。同时，国家关于跨境电子商务的利好政策持续发酵，为游走在逃税灰色地带的海淘提供了一条阳光化的途径，一些综合电商也纷纷布局进入海淘市场，如天猫国际上线、顺丰开通“全球顺”业务、亚马逊宣布落户上海自贸区等，可以看出各大电商都非常看好海淘市场阳光化化的机遇。
- 央企背景和品牌商资源让中免商城赢在起跑线。经过 30 年的快速发展，中免集团先后与全球逾 300 家世界顶级奢侈品牌建立了长期合作关系，是世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。央企官网和丰富的供应商资源很好地解决了消费者对质量参差不齐的海淘产品缺乏信任感的问题。平台面对千亿数量级的海淘市场，公司 2014 年免税销售预计近 80 亿元，发展潜力巨大。
- 线上预订功能的推出将是非常值得关注的一点。我们发现，在中免商城网站页面出现了公司 200 多家免税店的布局，并预告即将推出“免税店商品线上预订功能”。此举意味着，市场一直期待的线上预订，口岸机场等提货有望推出，这对公司 200 多家免税店的销售，尤其是三亚店的销售将起到非常大的推动作用，若推出，预计对大店的销售促进在 30-50%。
- 催化剂：(1) 免税政策进一步放松；(2) 国企改革取得进展。

财务预测与投资建议

- 我们维持公司 2014-2016 年每股收益为 1.51、1.81 和 2.14 元的盈利预测，参考目前行业整体估值水平，维持给予公司 2015 年 30 倍 PE，对应目标价 54.30 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：海棠湾项目、中免商城销售低于预期

| 公司主要财务信息 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 (百万元) | 16,134 | 17,448 | 19,983 | 22,892 | 26,068 |
| 同比增长 | 27.1% | 8.1% | 14.5% | 14.6% | 13.9% |
| 营业利润 (百万元) | 1,448 | 1,894 | 2,198 | 2,603 | 3,040 |
| 同比增长 | 33.9% | 30.8% | 16.1% | 18.5% | 16.8% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,006 | 1,295 | 1,476 | 1,770 | 2,089 |
| 同比增长 | 46.8% | 28.7% | 14.0% | 19.9% | 18.0% |
| 每股收益 (元) | 1.03 | 1.33 | 1.51 | 1.81 | 2.14 |
| 毛利率 | 21.7% | 23.8% | 23.4% | 23.3% | 23.1% |
| 净利率 | 6.2% | 7.4% | 7.4% | 7.7% | 8.0% |
| 净资产收益率 | 19.6% | 17.7% | 15.3% | 16.2% | 16.9% |
| 市盈率 (倍) | 45.5 | 35.4 | 31.0 | 25.9 | 21.9 |
| 市净率 (倍) | 8.2 | 5.1 | 4.5 | 4.0 | 3.5 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

| | |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2015 年 01 月 21 日) | 46.93 元 |
| 目标价格 | 54.30 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 49.44/30.38 元 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 97,624/97,624 |
| A 股市值 (百万元) | 45,815 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 餐饮旅游 |
| 报告发布日期 | 2015 年 01 月 22 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|------------|-----|-----|-------|-------|
| 绝对表现 (%) | 1.9 | 8.4 | 28.8 | 36.2 |
| 相对表现 (%) | 0.5 | 3.5 | -17.1 | -26.1 |
| 沪深 300 (%) | 1.3 | 4.9 | 45.8 | 62.2 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

| | |
|-------|------------------------|
| 证券分析师 | 杨春燕 |
| | 021-63325888*6080 |
| | yangy@orientsec.com.cn |
| | 执业证书编号：S0860510120004 |
| | 吴繁 |
| | 021-63325888*5010 |
| | wufan@orientsec.com.cn |
| | 执业证书编号：S0860513010002 |

| 相关报告 | |
|--------------------------|------------|
| 一季度为三亚旅游旺季，海棠湾免税购物中心销售向好 | 2015-01-13 |
| 暹粒市内免税店开业 | 2015-01-05 |
| 中免商城即将上线 | 2014-12-17 |

目 录

| | |
|-----------------------------|----|
| 足不出户尽享免税价格的线上综合商城 | 4 |
| 在国家政策支持大环境下，跨境电商前景向好 | 5 |
| 海淘市场快速发展，规模已达千亿级别 | 5 |
| 跨境电商相关政策促使海淘逐步阳光化 | 6 |
| 跨境电商与传统海淘的差异分析 | 6 |
| 定位清晰、优势明显，看好中免商城发展潜力 | 7 |
| 定位轻奢面对更为广泛的消费人群 | 7 |
| 央企背景和品牌商资源让中免商城赢在起跑线 | 8 |
| 正品供应是电商平台迅速做大做强的重要保障 | 8 |
| 规模效应有利于提升中免对品牌商的议价能力 | 9 |
| 欲推线上预订功能有望实现免税店商品 O2O | 10 |
| 央企改革助推跨境电商发展 | 11 |
| 2015 年央企改革有望取得重大进展 | 11 |
| 公司有望借改革契机做大做强电商平台 | 11 |
| 盈利预测与估值 | 11 |
| 风险提示 | 11 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1：中免商城网站首页..... | 4 |
| 图 2：中国海外代购市场交易规模..... | 5 |
| 图 3：海淘人群年龄结构..... | 6 |
| 图 4：海外代购产品结构..... | 6 |
| 图 5：消费者网购时的主要考虑因素..... | 8 |
| 图 6：唯品会营业收入及增速..... | 9 |
| 图 7：中国国旅免税商品销售收入及增速..... | 10 |
| 图 8：中免商城即将推出免税店商品线上预定功能..... | 10 |
| 表 1：中免商城免税商品价格比较..... | 4 |
| 表 2：2013 年以来跨境电商相关政策..... | 6 |
| 表 3：跨境电商与海淘比较..... | 7 |
| 表 4：行邮税税率表..... | 7 |

足不出户尽享免税价格的线上综合商城

1月20日，中免商城（中国免税品集团唯一官方网站，<http://www.zhongmian.com/index.htm>）上线试运行，是中免集团继全球最大的单体免税店三亚海棠湾国际购物中心开业后又一重点规划项目。网站旨在为消费者提供安全放心的网上购物环境，预打造成一个100%品牌授权、足不出户尽享免税价格的线上综合商城，使更多消费者享受到最完善的线上购物体验。

中免商城与包括 Burberry、Giorgio Armani、Prada 等在内的众多国际品牌携手合作，目前已推出服装鞋靴、精品箱包、眼镜配饰、化妆品、香水香氛五大品类免税商品、60多个品牌，未来还将陆续推出母婴、保健品、家具、健康食品、酒水等品类，预计合作品牌数量有望达到200-300家。从我们的抽样比价来看，中免商城的价格具备较强竞争优势（大幅低于国内零售端价格，持平甚至低于官网海外价格），因此，我们认为，中免电商平台的推出或将引发一波网购热潮，公司免税商品销售有望爆发。

图 1：中免商城网站首页



资料来源：公司官网，东方证券研究所

表 1：中免商城免税商品价格比较

| | 中免商城 | | | 品牌官网 | | |
|------------------------------|--------|--------|-----|--------|--------|--------|
| | 原价 | 免税价 | 折扣 | 英国价格 | 香港价格 | 中国价格 |
| BURBERRY 博柏利玲珑女士香水 60ML | 850 元 | 489 元 | 58% | 49 英镑 | 600 港元 | 710 元 |
| BURBERRY 博柏利红粉恋歌女士香氛 50ML | 650 元 | 379 元 | 58% | 41 英镑 | 590 港元 | 650 元 |
| HUGO BOSS 博斯男士淡香水 50ML | 610 元 | 359 元 | 59% | 41 英镑 | N.A. | 610 元 |
| SALVATORE FERRAGAMO 深蓝色男士太阳镜 | 3050 元 | 1999 元 | 66% | 195 英镑 | N.A. | 2600 元 |
| VERSACE 范思哲爱罗斯男士香水 50ML | 625 元 | 359 元 | 57% | 46 英镑 | N.A. | N.A. |
| 瑞典北极狐深红色双肩包 | 699 元 | 566 元 | 81% | 65 英镑 | N.A. | 699 元 |
| THOMAS PINK 粉色男士衬衫 | 1250 元 | 788 元 | 63% | 79 英镑 | N.A. | N.A. |

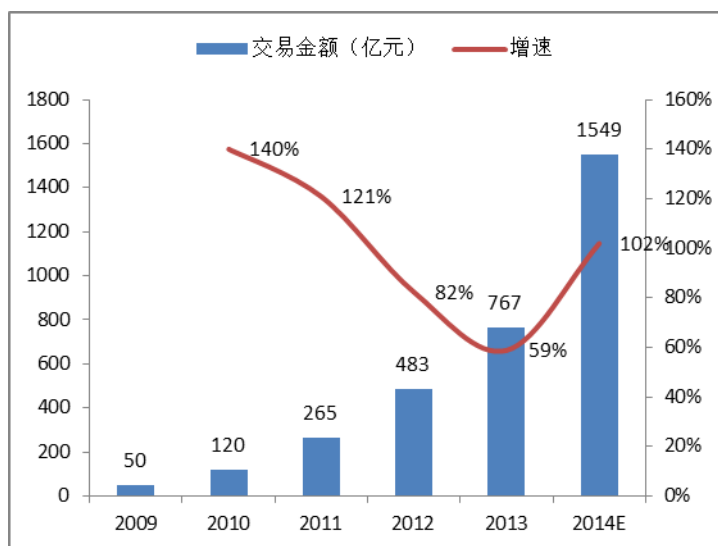
资料来源：东方证券研究所整理

在国家政策支持大环境下，跨境电商前景向好

海淘市场快速发展，规模已达千亿级别

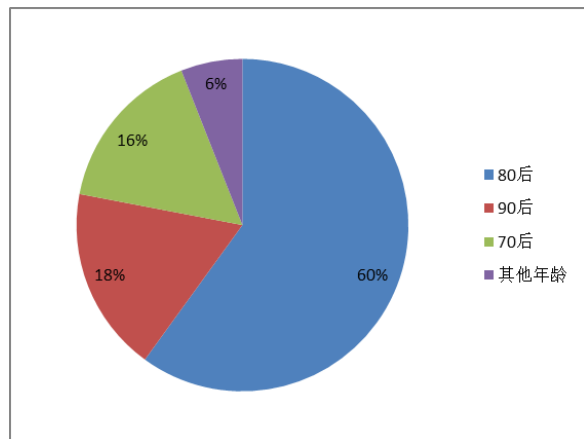
近年来，随着出国旅游人数的增多以及一些电商网站海外代购的兴起，海淘市场飞速发展，2009-2013年，交易规模由50亿元增至767亿元，年均增速为98%，预计2014年这一数字将达到1549亿元。在当前人民币升值情况下，“海淘”消费有望持续走高，预计2018年中国跨境网购人数将达到3560万，消费规模将达到1万亿元。其实，在2008年以前，知道海淘的人还不多，三鹿奶粉事件成为海外奶粉需求爆发的“导火索”，随后人们发现部分产品的国内外差价非常大，即使加上高昂的运费和关税，海淘的东西仍然比国内专柜价便宜，于是海淘的范围不断扩大，服装、箱包、化妆品、数码产品等都成了海淘的主要对象。

图 2：中国海外代购市场交易规模

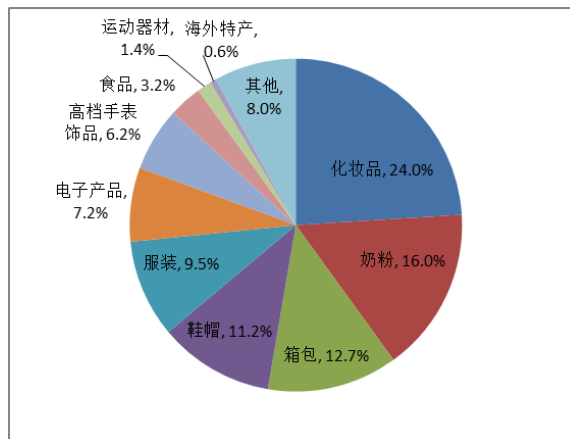


资料来源：中国电子商务研究中心，东方证券研究所

根据支付宝2013年海淘报告的数据显示，海淘人群中60%是80后，16%是70后，但随着结婚生子的90后崛起，90后已经在海淘人群占据了18%的比例。2011年，我国海外代购产品受欢迎程度前五名依次为：化妆品（24.0%）、奶粉（16.0%）、箱包（12.7%）、鞋帽（11.2%）和服装（9.5%）。

图 3：海淘人群年龄结构


资料来源：支付宝，东方证券研究所

图 4：海外代购产品结构


资料来源：东方证券研究所整理

跨境电商相关政策促使海淘逐步阳光化

虽然经过了 5-6 年的高速发展，但目前海淘模式仍游走在逃税的灰色地带，2013 年以来国家关于跨境电子商务的利好政策持续发酵，为海淘一族的阳光化提供个了一个简单直接的途径。此外，一些综合电商敏锐地察觉到政策支持下跨境电商的发展机遇，纷纷布局进入海淘市场：2014 年 2 月，天猫国际上线；7 月，苏宁成立跨境电商项目组低调入局；8 月，顺丰上线“全球顺”业务；甚至连境外电商都想在中国市场占有一席之地，8 月 20 日亚马逊宣布落户上海自贸区。

表 2：2013 年以来跨境电商相关政策

| 政策 | |
|-------------|---|
| 2013 年 2 月 | 支付机构跨境电子商务外汇支付业务试点指导意见 |
| 2013 年 8 月 | 关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见 |
| 2013 年 12 月 | 关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知 |
| 2014 年 2 月 | 国家税务总局关于外贸综合服务企业出口货物退(免)税有关问题的公告 |
| 2014 年 2 月 | 海关总署公告 2014 年第 12 号 (关于增列海关监管方式代码的公告) |
| 2014 年 7 月 | 海关总署公告 2014 年第 56 号 (关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告) |
| 2014 年 7 月 | 海关总署公告 2014 年第 57 号 (关于增列海关监管方式代码的公告) |

资料来源：东方证券研究所整理

跨境电商与传统海淘的差异分析

传统海淘因缺乏监管，在具备价格优势的同时也存在较多问题。首先，受语言、支付等限制，海淘主要通过代购，商家良莠不齐，很多不是正品。其次，海淘物品的入关主要是以“个人物品”报关，转运尚处在灰色地带，且大量存在的小型转运公司是以默认规避关税为前提的，安全性与时效性没

有保障。不过，海淘的价格对消费者还是很有吸引力的，这主要在于一些单品在国外促销时可以享受极低价格，从而覆盖掉其后产生的费用。

表 3：跨境电商与海淘比较

| 类别 | 进口贸易 | 海淘 | 海淘 | 跨境通 |
|------|---------------|-------------------|----------------------|--------|
| 货物种类 | 进口货物 | 海外商品 | 海外商品 | 跨境通商品 |
| 运输方式 | 国际货运 | 个人国际快件 | 万国邮政联盟（外国邮政对接国内 EMS） | 国际货运 |
| 清关路径 | 货物清关 | 货物清关（2012.3月新政更改） | 个人邮寄物品清关 | 保税进口模式 |
| 适用税率 | 进口关税、增值税、消费税率 | 进口关税、增值税、消费税率 | 行邮税率 | 行邮税率 |
| 交税方式 | 完全报税 | 个人申报、海关抽查 | 海关抽查 | 完全报税 |

资料来源：东方证券研究所整理

对比海淘，跨境电商的商品需要增加的费用在于为透明监管而支付的进口关税，但通过“网购保税”模式可享受一定的保税优惠，同时，由于是集中从海外进货存放在保税仓内，平均物流和人力成本都会有所下降。

表 4：行邮税税率表

| | 适用税率 | 商品种类 |
|-----|------|--|
| 第一档 | 10% | 主要包括书报、刊物、教育专用电影片、幻灯片、原版录音带、录像带、金、银及其制品、食品、饮料等； |
| 第二档 | 20% | 主要包括纺织品及其制品、摄像机、摄录一体机、数码相机及其他电器用具、照相机、自行车、手表、钟表（含配件、附件）； |
| 第三档 | 30% | 高尔夫球及球具、高档手表（系指完税价格 10000 元人民币以上的手表）； |
| 第四档 | 50% | 烟、酒、化妆品。 |

资料来源：东方证券研究所整理

定位清晰、优势明显，看好中免商城发展潜力

定位轻奢面对更为广泛的消费人群

中免商城目前销售的商品大多为价格在 5000 元以下的轻奢品，市场空间巨大。业界对于“轻奢”的定义是“可以负担得起的奢侈品”；具体来说，就是有适中的价位、流行的设计、不错的质量、在高端商场里有门店的品牌。目前的轻奢主要包括大牌副线、风格品牌与原创设计师品牌等，这些品牌的特点是，既拥有奢侈品的“基因”，又兼顾消费者较为年轻、多变的心态，最重要的是价格档次向下延伸，让更多人消费得起。

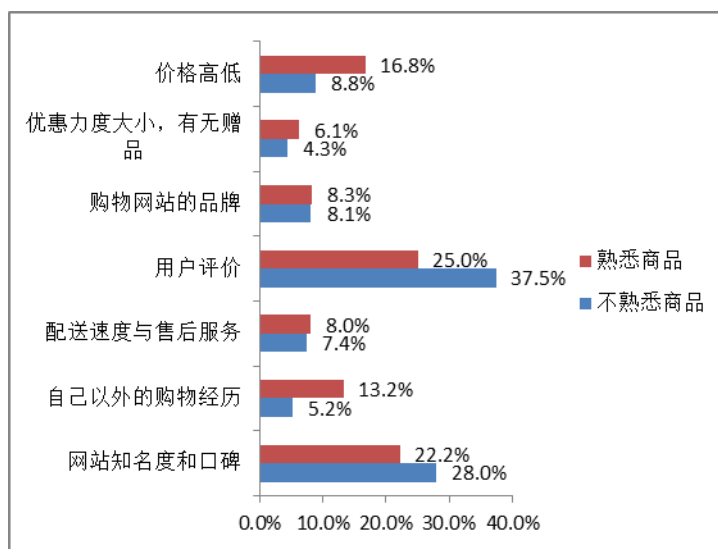
据有关报告估算，中国内地主流轻奢奢侈品消费人群已达总人口的 16%，约 2 亿人，这些人主要生活在中国一、二线城市，月收入在 1 万元到 5 万元之间，并与奢侈品消费时有交集。一项来自贝恩咨询公司的统计数据显示：轻奢的主力消费人群是中产阶级，占 50%；30%是新富阶层；15%是企业高管、富二代等富裕阶层；5%是家庭主妇。

央企背景和品牌商资源让中免商城赢在起跑线

经过 30 年的快速发展，中免集团先后与全球逾 300 家世界顶级奢侈品牌建立了长期合作关系，向出入境旅客、国际海员、外交人员及海南离岛旅客提供涵盖二十多个大类上千个品种的免税品购物服务，在全国 30 个省、市、自治区（包括香港、澳门和台湾地区）设立了涵盖了机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型 200 多家免税店，已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。

我们认为，中免的优势在于央企给消费者带来的信任感，以及通过常年的免税批发零售业务积累的奢侈品品牌商资源。CNNIC 的市场调查显示，消费者在网站购物消费时，用户评价、网站知名度和口碑是两项最重要的考虑因素，分别排在第一和第二位，这两个考虑因素的背后对应的就是产品质量，而中免的央企背景和品牌商资源则很好的解决了这一问题。

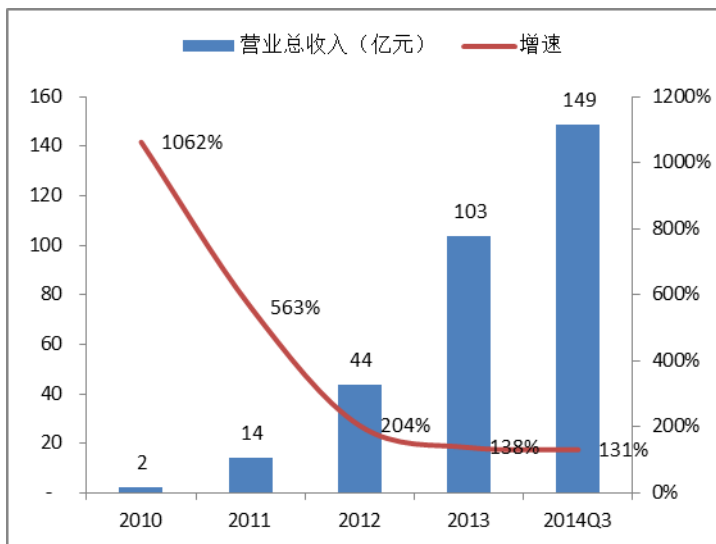
图 5：消费者网购时的主要考虑因素



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

正品供应是电商平台迅速做大做强的重要保障

唯品会用了 4 年时间从 1900 万到 103 亿。唯品会是中国最大名牌折扣网，每周为消费者精选多个国际和国内知名品牌，以低至 1 折的特价限量出售，全场商品囊括时装、护肤品、箱包、皮具、配饰、香水等。公司自 2008 年 12 月正式运营，2009 年营业收入 1915 万元，至 2013 年营业收入达 103 亿元，复合增速为 382%。

图 6：唯品会营业收入及增速


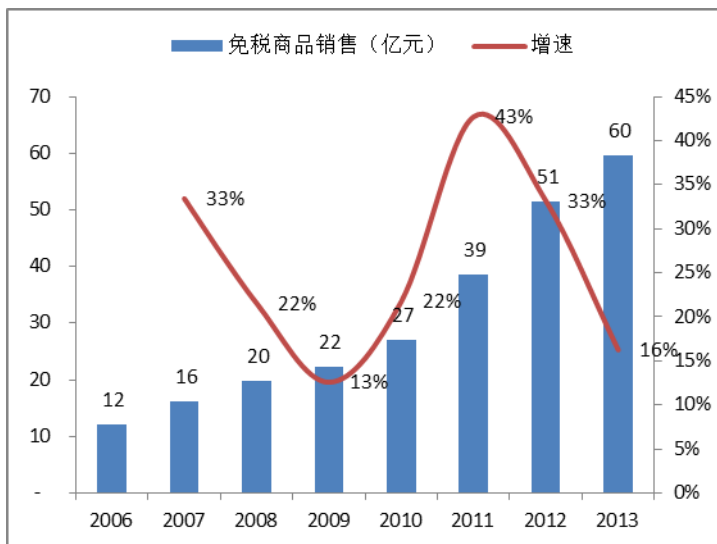
资料来源：Wind，东方证券研究所

公司能从市场竞争中脱颖而出最主要受益于网站的正品供应。2008 年以来，网络购物飞速发展，各类电商平台、淘宝商家不断涌现，鱼龙混杂，而产生的最大问题在于消费者很难在事前分清商品是否为正品。唯品会主要由沈亚和洪晓波两个温州人发起，又邀请了另外两个做服装生意的温州老乡——法派集团老板彭星和国内女装品牌欧时力老板徐宇以及一个来自杭州的同学共同设立。创始人的背景使公司对产品定位准确，在创业初期能够拿到较多的品牌商供货，并通过提供正品保险（如果消费者买到的是假名牌，能获得全额退款）打消消费者的顾虑。发展至今，唯品会拥有一万多个合作品牌，1600 多个独家合作品牌，“注册 VIP”达 9000 万，日均订单量超过 30 万单。

规模效应有利于提升中免对品牌商的议价能力

随着中免集团免税业务规模的不断增长，其对上游品牌商的话语权将逐渐增强，有望以更低的成本价格拿货，从而进一步提升毛利率。电子商务是公司发展战略的重要组成部分，本届公司领导十分重视，中免商城上线是中免集团尝试上海自贸区跨境通平台后迈出的重要一步，商城面对千亿数量级的海淘市场（预计 2014 年超 1500 亿），2013 年公司免税业务仅 60 亿规模，2014 年有望达 80 亿元，发展潜力巨大。

图 7：中国国旅免税商品销售收入及增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

欲推线上预订功能有望实现免税店商品 O2O

线上预订功能的推出将是非常值得关注的一点。我们发现，在中免商城网站页面出现了公司 200 多家免税店的布局，并预告即将推出“免税店商品线上预订功能”。此举意味着，市场一直期待的线上预订，口岸机场等提货有望推出，这对公司 200 多家免税店的销售，尤其是三亚店的销售将起到非常大的推动作用。我们认为，线上预订功能的推出还有待政策的突破，若推出，预计对大店的销售促进在 30-50%。

图 8：中免商城即将推出免税店商品线上预定功能



资料来源：公司官网，东方证券研究所

央企改革助推跨境电商发展

2015 年央企改革有望取得重大进展

2015 年将是国资国企改革落地年。深化国资国企改革，核心目标是要提高国有资本运营效率和国有企业活力。新常态下，提质增效要求国企必须进一步完善现代企业制度和市场化经营机制，适应公平开放透明的市场规则以及全球化 4.0 背景下的走出去战略；改革 3.0 要求改变国资管理体制，从而提高国企的经营效率。因此，随着各项改革措施的细化，预计 2015 年将是国企改革大年。

公司有望借改革契机做大做强电商平台

目前，中国国旅集团有限公司和华侨城集团分别持有公司 55.30%和 10.05%股权，公司属于商业竞争型央企，未来有望率先实现国有资本逐步退出和建立职业经理人制度。我们认为，中国国旅在央企改革方面较为积极，若有相关政策推出，公司有望快速跟进，引入战投、市场化考核与激励等均值得期待。

盈利预测与估值

我们维持公司 2014-2016 年每股收益为 1.51、1.81 和 2.14 元的盈利预测，参考目前行业整体估值水平，维持给予公司 2015 年 30 倍 PE，对应目标价 54.30 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

海棠湾项目、中免商城销售低于预期

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 3,959 | 7,081 | 7,950 | 8,909 | 10,150 | 营业收入 | 16,134 | 17,448 | 19,983 | 22,892 | 26,068 |
| 应收账款 | 849 | 755 | 1,029 | 1,125 | 1,250 | 营业成本 | 12,639 | 13,290 | 15,297 | 17,553 | 20,049 |
| 预付账款 | 630 | 521 | 711 | 797 | 871 | 营业税金及附加 | 190 | 199 | 231 | 263 | 301 |
| 存货 | 985 | 1,302 | 1,351 | 1,546 | 1,834 | 营业费用 | 1,169 | 1,427 | 1,519 | 1,637 | 1,741 |
| 其他 | 288 | 341 | 404 | 425 | 505 | 管理费用 | 790 | 827 | 919 | 1,030 | 1,147 |
| 流动资产合计 | 6,711 | 10,000 | 11,444 | 12,801 | 14,610 | 财务费用 | (27) | (100) | (69) | (78) | (90) |
| 长期股权投资 | 155 | 204 | 204 | 204 | 204 | 资产减值损失 | 36 | 19 | 1 | 3 | 4 |
| 固定资产 | 563 | 563 | 1,278 | 1,898 | 2,460 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 230 | 892 | 746 | 673 | 636 | 投资净收益 | 111 | 107 | 113 | 118 | 124 |
| 无形资产 | 987 | 965 | 951 | 937 | 923 | 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 285 | 337 | 46 | 45 | 46 | 营业利润 | 1,448 | 1,894 | 2,198 | 2,603 | 3,040 |
| 非流动资产合计 | 2,219 | 2,961 | 3,225 | 3,758 | 4,270 | 营业外收入 | 121 | 69 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 8,930 | 12,961 | 14,670 | 16,559 | 18,880 | 营业外支出 | 6 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 35 | 77 | 119 | 77 | 91 | 利润总额 | 1,563 | 1,957 | 2,198 | 2,603 | 3,040 |
| 应付账款 | 1,091 | 1,430 | 1,459 | 1,693 | 2,001 | 所得税 | 382 | 472 | 534 | 630 | 737 |
| 其他 | 1,607 | 1,746 | 2,030 | 2,190 | 2,399 | 净利润 | 1,180 | 1,485 | 1,664 | 1,973 | 2,303 |
| 流动负债合计 | 2,734 | 3,252 | 3,608 | 3,960 | 4,490 | 少数股东损益 | 175 | 190 | 188 | 203 | 214 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 1,006 | 1,295 | 1,476 | 1,770 | 2,089 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 1.03 | 1.33 | 1.51 | 1.81 | 2.14 |
| 其他 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 2,737 | 3,255 | 3,608 | 3,960 | 4,490 | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 少数股东权益 | 593 | 641 | 829 | 1,032 | 1,246 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 880 | 976 | 976 | 976 | 976 | 营业收入 | 27.1% | 8.1% | 14.5% | 14.6% | 13.9% |
| 资本公积 | 2,405 | 4,812 | 4,812 | 4,812 | 4,812 | 营业利润 | 33.9% | 30.8% | 16.1% | 18.5% | 16.8% |
| 留存收益 | 2,374 | 3,360 | 4,445 | 5,779 | 7,355 | 归属于母公司净利润 | 46.8% | 28.7% | 14.0% | 19.9% | 18.0% |
| 其他 | (58) | (83) | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 6,194 | 9,706 | 11,062 | 12,599 | 14,390 | 毛利率 | 21.7% | 23.8% | 23.4% | 23.3% | 23.1% |
| 负债和股东权益 | 8,930 | 12,961 | 14,670 | 16,559 | 18,880 | 净利率 | 6.2% | 7.4% | 7.4% | 7.7% | 8.0% |
| | | | | | | ROE | 19.6% | 17.7% | 15.3% | 16.2% | 16.9% |
| | | | | | | ROIC | 18.5% | 17.0% | 15.4% | 16.0% | 16.5% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 30.6% | 25.1% | 24.6% | 23.9% | 23.8% |
| | | | | | | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.45 | 3.07 | 3.17 | 3.23 | 3.25 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.09 | 2.67 | 2.79 | 2.84 | 2.84 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 20.3 | 21.8 | 22.4 | 21.3 | 22.0 |
| | | | | | | 存货周转率 | 13.3 | 11.4 | 11.4 | 11.9 | 11.7 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.03 | 1.33 | 1.51 | 1.81 | 2.14 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.30 | 1.51 | 1.68 | 1.88 | 2.18 |
| | | | | | | 每股净资产 | 5.74 | 9.29 | 10.48 | 11.85 | 13.47 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 45.5 | 35.4 | 31.0 | 25.9 | 21.9 |
| | | | | | | 市净率 | 8.2 | 5.1 | 4.5 | 4.0 | 3.5 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 25.6 | 20.0 | 16.6 | 14.8 | 12.6 |
| | | | | | | EV/EBIT | 27.0 | 21.4 | 18.0 | 15.2 | 13.0 |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn