安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 1 月 11 日

浩丰科技（300419.SZ）

公司新股定价

证券研究报告

国内领先的营销信息化解决方案提供商

■**国内领先的营销信息化解决方案提供商：**公司专注于向银行、保险、制造、商业流通与服务、政府及公共事业等行业或领域提供具有自主知识产权的营销信息化解决方案，主营业务包括联络中心及统一通信平台、营销业务及管理平台和相关技术服务。公司主营业务保持高速增长，2013 年营业收入为 2.48 亿元，相比上年增长 25.8%，实现净利润 5189.5 万元，增长 10.50%。

■**营销信息化行业潜力巨大：**营销信息化未来将保持较快增长，银行、保险、制造、商业流通与服务、政府及公共事业等行业按照行业业务规范正在稳步实现营销信息化，以电子商务为主要经营模式的企业则通过大胆的尝试取得了显著的效果，成为营销信息化应用的典范。大量的传统企业以此为参考正跃跃欲试，形成了巨大的潜在市场。

■**技术优势、产品优势和优质的客户基础是公司的竞争优势：**公司从成立以来始终专注于技术创新，坚持以自主知识产权为核心竞争力，在国内众多从事同类业务的企业中表现出较强的技术研发能力和业务创新能力。经过十多年的市场开拓，公司在银行、保险、制造、商业流通与服务、政府与公共事业等行业或领域积累了一批优质的、具有行业影响力的客户。

■**建议询价区间 24.5-33.1 元。**预计公司 2014-2017 年营业收入分别为 2.93 亿元、3.74 亿元、4.84 亿元和 6.27 亿元，净利润分别为 0.56 亿元、0.69 亿元、0.90 亿元、1.15 亿元，EPS 分别为 1.807 元、1.670 元、2.179 元、2.799 元。我们综合考虑此次发行的政策和市场环境、此次募集资金总量和发行股本，建议询价区间 24.5-33.1 元；根据二级市场同行业平均 PE，建议定价区间为 40.2-57.6 元。

■**风险提示：**营销信息化市场容量较小的风险；坏账风险；竞争加剧导致毛利率下滑风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	196.9	247.7	293.1	374.3	484.4
净利润	47.0	51.9	55.6	68.7	89.6
每股收益(元)	1.52	1.68	1.81	1.67	2.18
每股净资产(元)	5.08	6.45	8.26	14.75	16.49

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	36.3%	31.7%	30.8%	30.3%	30.5%
净利润率	23.9%	21.0%	19.0%	18.3%	18.5%
净资产收益率	30.0%	26.1%	21.9%	11.3%	13.2%
ROIC	96.7%	127.7%	57.3%	46.5%	45.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

询价区间：	24.5－33.1 元
定价区间：	40.2－57.6 元

发行数据

总股本（万股）	3,080
发行数量（万股）	1,030
网下发行（万股）	620
网上发行（万股）	410
保荐机构	
发行日期	2015/1/15
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

孙成文	35.00%
李卫东	10.09%
张召辉	9.25%
高慷	7.59%
李晓焕	6.15%
李惠波	6.10%
张明哲	6.00%
杨志炯	5.71%
谭宏源	4.52%
李向军	4.50%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

胡又文 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

报告联系人
汤旸玚 021-68765335
tangyy@essence.com.cn

相关报告

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。

目录

1. 公司简介 3
1.1. 国内领先的营销信息化解决方案提供商 3
1.2. 董事长孙成文为实际控股人 4
2. 行业分析 4
2.1. 营销信息化行业潜力巨大 4
2.2. 市场化程度高，具备进入壁垒 5
3. 公司竞争优势分析 6
3.1. 专注营销信息化，技术与产品优势明显 6
3.2. 优质的客户基础 7
4. 募投项目分析 8
5. 盈利预测与估值分析 8
5.1. 盈利预测 8
5.2. 估值分析 9
6. 风险提示 9

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。

1. 公司简介

1.1. 国内领先的营销信息化解决方案提供商

营销信息化解决方案龙头企业。公司是国内领先的营销信息化解决方案提供商，主营业务是向银行、保险、制造、商业流通与服务、政府及公共事业等行业或领域提供具有自主知识产权的营销信息化解决方案，包括联络中心及统一通信平台、营销业务及管理平台和相关技术服务。

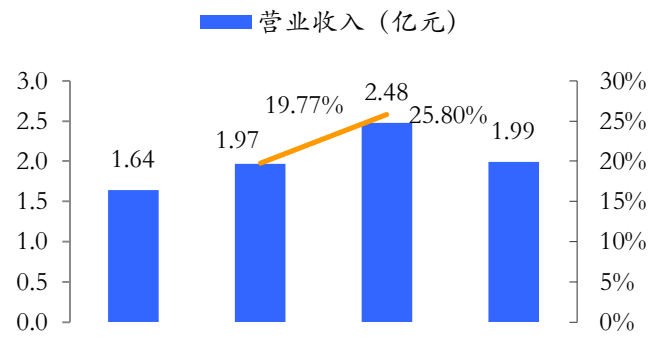
表 1：主营业务及功能

系统及服务	系统功能及服务内容描述
联络中心及统一通信平台	为企业提供对外联络和对内协作的一体化通信平台。 平台支持电信网、互联网等多媒体通信方式，能够与营销业务及管理平台协同进行各种通信活动，包括自动化、智能化的发起与客户的联络活动，以及内部协作通信，并在通信过程中为营销业务及管理平台采集信息。 联络中心及统一通信平台能够实现高效通信和信息共享。
营销业务及管理平台	为企业提供营销活动的策划与执行、客户服务活动的策划与执行，以及营销管理的一体化业务平台。 平台能够通过对客户信息的智能分析，预测不同客户群的消费需求，并对营销活动进行策划、执行和监控； 平台能够通过对客户信息的智能分析，预测不同客户群的服务需求，并对客户服务活动进行策划、执行和监控； 平台支持企业营销业务的全面质量管理及绩效管理，支持企业内部进行客户满意度、业绩、成本、效率、技能等方面的关键绩效指标的的设定、评测和考核。 营销业务及管理平台可以大幅提升企业的客户沟通质量和客户满意度、提升员工技能和组织效率，从而使企业的销售业绩获得快速提升。
技术服务	通过客户热线、定期巡检、远程诊断、现场支持、常驻外派、预约值守等各种形式的服务手段，为客户提供 7*24 小时的维护保障服务，保证营销信息化系统的稳定运行。

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

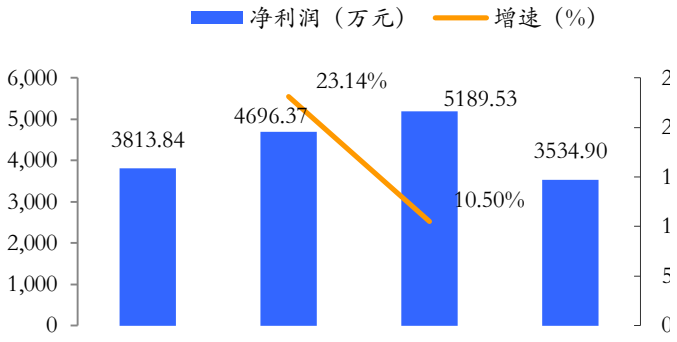
主营业务保持高速增长。公司 2013 年营业收入为 2.48 亿元，相比上年增长 25.8%，实现净利润 5189.5 万元，增长 10.50%。其中，公司核心产品的联络中心及统一通信平台的收入比重从 2011-2013 年分别为 71.17%、67.56%、74.80%；营销业务及管理平台收入占比平均在 15%以上；技术服务收入占比不到 10%。从毛利结构来看，营销业务及管理平台的毛利率接近 90%，毛利贡献占比高。

图 1：2011-2014Q3 公司营业收入及增速



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

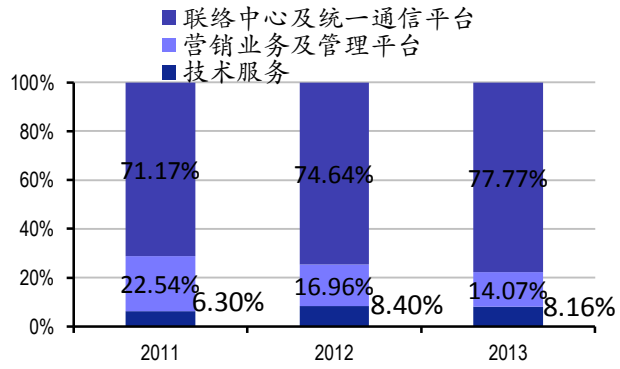
图 2：2011-2014Q3 年公司净利润及增速



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

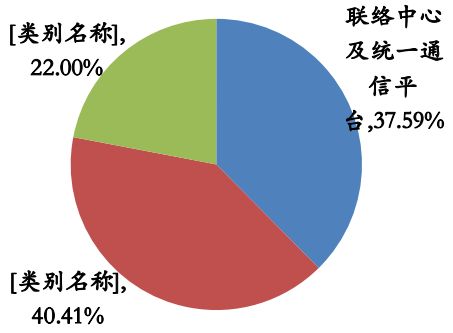
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：2011-2013 年公司主营业务收入结构



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 4：2013 公司主营业务毛利结构

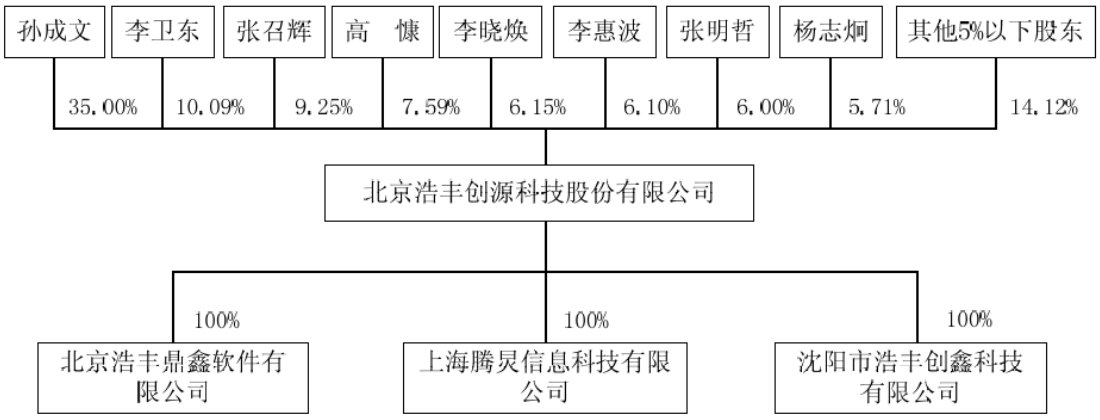


数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

1.2. 董事长孙成文为实际控股人

发行前，公司董事长兼总经理孙成文持股比例 35.00%,，其余股权较为分散，其他超过 5%的股东包括李卫东（10.09%）、张召辉（9.25%）、高慷（7.59%）、李晓焕（6.15%）、李惠波（6.10%）、张明哲（6.00%）、杨志炯（5.71%）。核心团队在公司均有不同程度的持股。

图 5：公开发行前公司的股权结构



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

2. 行业分析

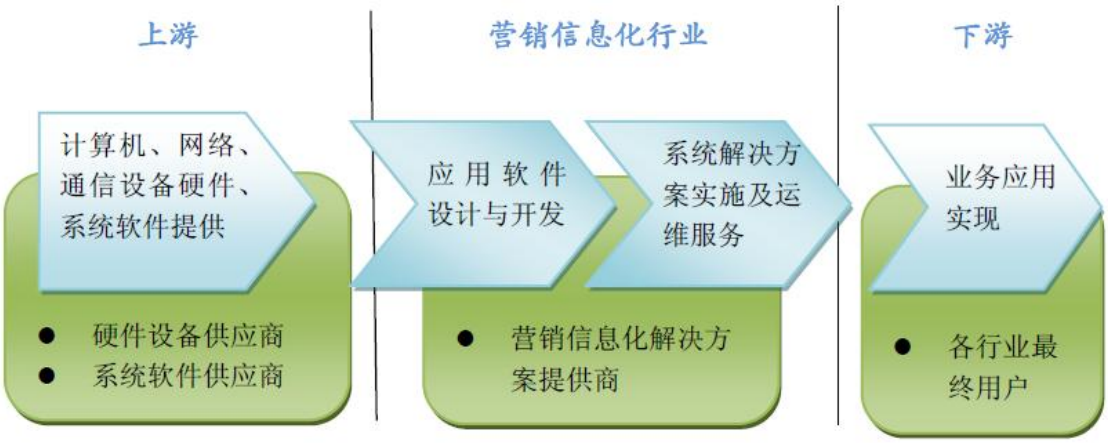
2.1. 营销信息化行业潜力巨大

营销信息化是企业信息化建设的核心组成部分。营销信息化就是应用数据库技术、通讯技术等信息技术手段，来管理和支持企业的市场、销售和服务等营销功能。目前，营销信息化已经成为企业信息化建设的核心组成部分。

我国整体信息化投入保持高速增长带动行业发展。在产业链中，行业包括应用软件设计与开发、系统解决方案实施及运维服务两个主要环节，上游供应商包括硬件设备和系统软件供应商，下游是营销信息化的最终客户。行业与下游行业关系密切，下游行业的信息化水平以及市场景气度直接决定着本行业的发展。近年来，我国整体信息化投入保持

高速增长，作为企业信息化的核心组成部分，营销信息化市场也保持高速发展状态。

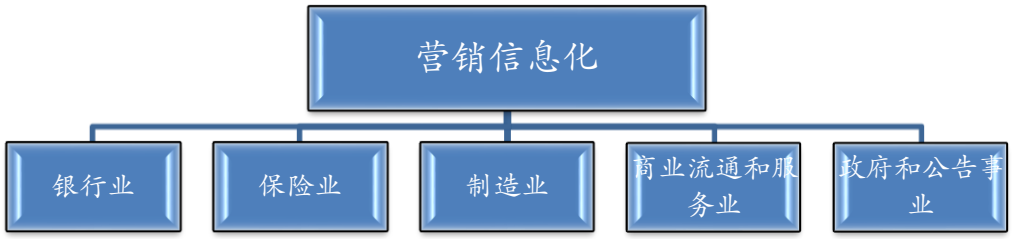
图 6：行业上下游产业关系及业务分工情况



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

下游行业应用广泛、内涵丰富，市场空间巨大。营销信息化的行业应用范围十分广阔，应用内容十分丰富。目前，我国营销信息化行业处于快速发展阶段，银行、保险、制造、商业流通与服务、政府及公共事业等各个行业按照行业业务规范正在稳步实现营销信息化，各行业领军企业凭借自身较好的信息化基础和较高的行业地位，走在营销信息化的前列。以电子商务为主要经营模式的企业则通过大胆的尝试取得了显著的效果，成为营销信息化应用的典范。大量的传统企业以此为参考正跃跃欲试，形成了巨大的潜在市场。

图 7：营销信息化市场主要应用行业



数据来源：安信证券研究中心整理

竞争环境推动营销信息化逐渐成为企业信息化建设的重点。随着企业竞争的日趋激烈，在完成了财务信息化、SCM、ERP 等系统建设后，企业信息化下一步的工作重点将转向前端的营销信息化系统的建设和升级改造。

技术成为行业发展的推动力。IT 技术革命性的进步深刻地影响着营销信息化的发展。NGN、移动互联网、元数据、SOA、云计算等新新技术将改变企业的经营模式，信息技术成为推动企业变革的源动力之一。此外，营销信息化的发展不只是来自信息技术的推动，也源自营销技术的推动。

2.2. 市场化程度高，具备进入壁垒

进入本行业的企业众多。由于营销信息化的市场潜力巨大而且发展迅速，涉及的技术领域多，适用的行业分布广，因此相关企业可以从多个角度切入市场。

进入本行业的企业形成了既竞争又合作的竞合关系。由于营销信息化整体方案涉及多个技术领域，具备全线产品的供应商为数不多，这使得各供应商多采用各展所长、开放合作的态度，虽然在某个领域可能是激烈竞争的对手，但在另一个领域又可能是密切的合作伙伴。

对于潜在市场进入者具备进入壁垒。经过十几年的发展，具备一定规模的营销信息化解决方案供应商已形成一定的竞争优势和市场基础。营销信息化解决方案供应商需至少具备三方面能力，即系统平台架构、营销信息化应用开发，以及软件和通信网络系统集成。

表 2：进入行业需具备的技术能力

技术能力	简要描述
系统平台架构	具备大型系统软件研发能力，对软件的适用性、稳定性、安全性等设计具有理论知识和实际经验；能够使营销信息化系统与用户的其他系统（ERP、SCM 等）进行信息交互，提高信息运行效率和利用率。
营销信息化应用开发	具备现代营销理论知识、实践经验和业务分析能力，并能够结合相关知识和经验开发有利于用户开展营销业务的大型软件和平台系统。
软件和通信网络集成	掌握目前通信网络的各种接口技术和信令规范，信息安全的各种国际规范和协议，以及应用软件的底层数据接口和实时控制技术。

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

除受上述三方面能力限制外，客户群基础和复合型人才的匮乏等因素也是限制其进入本行业的门槛。具体而言，主要的行业进入壁垒包括：技术壁垒、产品研发壁垒、行业知识和经验障碍、稳定的客户群体壁垒、复合型人才壁垒。

3. 公司竞争优势分析

3.1. 专注营销信息化，技术与产品优势明显

公司专注主营业务，在行业中处在领先地位。公司是国内领先的营销信息化解决方案供应商，从成立以来始终专注于技术创新，坚持以自主知识产权为核心竞争力，在国内众多从事同类业务的企业中表现出较强的技术研发能力和业务创新能力。

拥有系列自主产权的产品和核心技术。在营销信息化领域中，公司是少数拥有自主研发能力，能够提供全系列自主知识产权产品的整体解决方案提供商之一。公司致力于将最先进的相关技术融入到自主软件产品中，不断提高自主产品的技术和市场竞争力。截至目前，公司掌握多个技术领域的核心技术共 35 项，拥有基于自主核心技术所获得的计算机软件著作权 74 项。

采用先进的软件系统架构。主流的开源或非开源的应用服务器都不能完全满足国内企业营销信息化建设的需求。公司自主研发的 CyberSystem Work 基础框架及运行管理平台是基于 SOA 的技术构架，融合了公司多年的软件开发以及用户体验经验，结合最前端的技术思想，形成了独特的技术体系。通过 CyberSystem Work 基础框架及运行管理平台，公司可以降低产品研发成本和维护成本，提高不同版本产品之间的兼容性；同时，该平台还可以提高用户使用系统的灵活度，保证用户访问内、外部系统的安全性，保持系统在面临异常状态下运行的稳定性，以及满足用户由于业务发展而不断需要的功能和规模的

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。

扩展性。

先进的模块化-套件式设计和开放的集成平台。公司的软件系统采用模块化-套件式设计，充分运用了 SOA 架构的松耦合特性和分布式机制，使系统具备良好的功能模块可扩展性，该架构提高了系统性能，降低了系统的升级风险、升级成本和维护成本。

良好的可操作性和用户友好性。经过长期对营销理论的研究和模拟，公司将主要的营销理论和流程产品化，发布了大量软件模板和引擎。这些模板和引擎经过长期的实际环境验证和持续优化，能够反映当前国内市场营销信息化实践的具体情况，从而使公司的营销信息化系统易于实施、部署和操作，能够为企业用户迅速带来价值。

3.2. 优质的客户基础

经过十多年的市场开拓，公司在银行、保险、制造、商业流通与服务、政府与公共事业等行业或领域积累了一批优质的、具有行业影响力的客户。公司通过技术、产品创新和优质的服务，帮助客户实现营销模式创新，服务质量提升，以及经济效益和社会效益的提高，与客户建立了长期稳定的合作关系，为公司带来长期稳定的收入和良好的品牌形象。

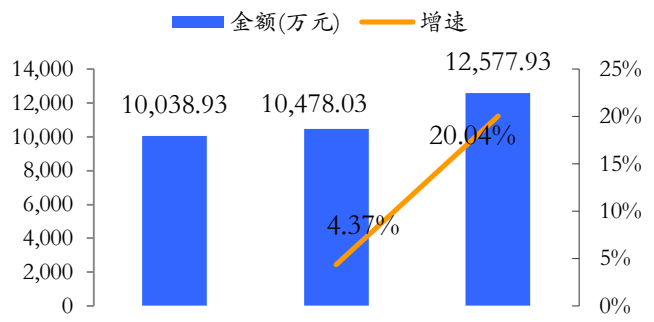
表 3：公司所涉及的典型行业和代表性客户

行业	客户名称
银行	邮储银行、光大银行、民生银行、平安银行、北京银行、招商银行、辽宁农信社、中国银行
保险	中国人保、中国人寿、泰康人寿、渤海保险、中邮人寿、光大永明人寿、中新大东方人寿
制造	Dell 中国、中国普天、鞍钢集团、河北钢铁、东北特钢、冀中能源、中国神华、中粮集团、惠氏营养品、中国石油
商业流通与服务	倍乐生、DHC 中国、盛大网络、欧唯特服务、中国机械进出口总公司、中国仪器进出口（集团）公司、橡果国际、七星购物、北京桦榭广告 Ella China、中智人力
政府及公共事业	中国邮政、中共中央办公厅警卫局、国家电网、大连市政府、沈阳市教委、中央电视台、通广电子

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

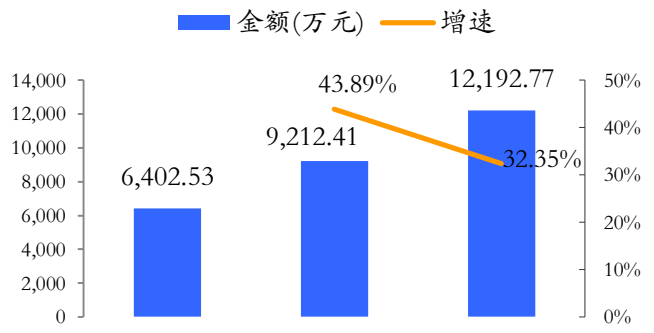
品牌效应显现，市场开拓卓有成效。依靠在大型客户项目上积累的成功案例和市场声誉，公司的品牌效应开始凸显，在小企业客户中的竞争力有了明显提升。近年来，公司大小订单的数量和金额不断增长。

图 8：300 万以上订单金额和增速



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

图 9：300 万以下订单金额和增速



数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

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。

4. 募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行股票 1,030 万股，占发行后总股本 25.06%，将全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

表 4：公司募投项目和资金使用计划

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	营销信息化系统升级项目	6,773.77
2	研发中心建设项目	1,811.00
3	补充流动资金项目	18,100.00

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

营销信息化系统升级项目。本项目是基于公司现有的营销信息化解决方案中联络中心及统一通信平台、营销业务及管理平台两个主要功能平台，综合公司在银行、保险、制造、商业流通与服务、政府和公共事业等行业或领域的建设经验，顺应营销信息化产业发展趋势，自主创新，运用软交换、多媒体通信、智能终端、CTI、网络搜索、工作流、业务规则引擎、知识发现、应用服务器、云计算等新技术，开发完成的支撑各类营销信息化业务应用需求的高技术项目。项目建成后将对公司现有营销信息化相关解决方案进行深化应用和功能拓展，使之能适应营销信息化未来发展，满足客户多样化需求。项目拟投资资金 6,773.77 万元，其中研发及实施投入 2,965.00 万元，固定资产投资总计 2,491.94 万元，无形资产投资 389.50 万元，铺底流动资金 927.33 万元。

表 5：营销信息化系统升级项目投资收益预测：

财务效益指标	预期数据
项目投资财务内部收益率（所得税后）	41.91%
项目投资财务净现值（所得税后）（折现率=12%）	5,887.54 万元
项目投资回收期（所得税后）	4.02 年
项目投资财务内部收益率（所得税前）	49.40%
项目投资财务净现值（所得税前）（折现率=12%）	7,366.67 万元
项目投资回收期（所得税前）	3.67 年

数据来源：招股意向书，安信证券研究中心

研发中心建设项目。项目的主要内容为根据公司产品的发展方向及未来的技术发展趋势，建设包括营销信息化系统的云计算平台拓展、IP 语音/图像等多媒体技术研究等两个研究方向的研发中心。其主要职能是，收集研究当前信息技术领域的最新技术，将技术成果应用于公司的系列产品，从而增加公司产品的在市场上的竞争力，进而扩大优势。项目本身不产生直接收益。通过研发中心的建设，实现对未来技术发展方向的准确把握，进行技术储备，才能够不断进行业务创新、技术升级，实现公司远景发展战略，提升核心竞争力，提高市场占有率。

5. 盈利预测与估值分析

5.1. 盈利预测

基于对行业前景和公司业务的判断，我们做出的核心假设如下：

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。

表 6：主营业务收入及毛利率预测

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
主营业务收入								
联络中心及统一通信平台	78.2	117.0	147.0	192.5	229.1	296.7	385.7	501.5
营销业务及管理平台	29.4	37.1	33.4	34.8	37.6	43.2	53.9	67.3
技术服务	8.2	10.4	16.5	20.2	26.3	34.1	44.4	57.7
合计	115.8	164.4	196.9	247.5	292.9	374.1	484.0	626.5
收入增速								
联络中心及统一通信平台	-1.3%	49.6%	25.6%	31.0%	19.0%	29.5%	30.0%	30.0%
营销业务及管理平台	54.3%	26.2%	-9.9%	4.3%	8.0%	14.9%	24.8%	24.8%
技术服务	7.0%	25.9%	59.8%	22.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	9.3%	42.0%	19.8%	25.7%	18.3%	27.7%	29.4%	29.4%
毛利率								
联络中心及统一通信平台	14.8%	18.0%	19.2%	15.3%	15.0%	15.5%	16.0%	16.0%
营销业务及管理平台	83.7%	87.5%	88.9%	90.9%	89.0%	89.0%	89.0%	89.0%
技术服务	80.7%	84.3%	81.9%	85.3%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	36.9%	37.9%	36.3%	31.6%	30.8%	30.3%	30.5%	30.2%

数据来源：安信证券研究中心预测

5.2. 估值分析

建议询价区间 24.5-33.1 元。预计公司 2014-2017 年营业收入分别为 2.93 亿元、3.74 亿元、4.84 亿元和 6.27 亿元，净利润分别为 0.56 亿元、0.69 亿元、0.90 亿元、1.15 亿元，EPS 分别为 1.807 元、1.670 元、2.179 元、2.799 元。我们综合考虑此次发行的政策和市场环境、此次募集资金总量和发行股本，建议询价区间 24.5-33.1 元；根据二级市场同行业平均 PE，建议定价区间为 40.2-57.6 元。

6. 风险提示

营销信息化市场容量较小的风险；坏账风险；竞争加剧导致毛利率下滑风险。

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。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 01 月 09 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**196.9**	**247.7**	**293.1**	**374.3**	**484.4**
减:营业成本	125.4	169.3	202.9	260.8	336.8
营业税费	1.8	1.0	1.5	3.0	3.9
销售费用	5.2	5.5	7.0	9.4	12.1
管理费用	18.9	21.9	26.4	35.9	45.5
财务费用	-0.5	-0.7	-1.0	-2.6	-4.3
资产减值损失	-0.2	-0.5	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**46.2**	**51.3**	**56.3**	**67.8**	**90.3**
加:营业外净收支	3.5	5.3	3.5	6.0	6.0
利润总额	**49.8**	**56.6**	**59.8**	**73.8**	**96.3**
减:所得税	2.8	4.7	4.2	5.2	6.7
净利润	**47.0**	**51.9**	**55.6**	**68.7**	**89.6**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	19.8%	25.8%	18.3%	27.7%	29.4%
营业利润增长率	15.0%	10.9%	9.8%	20.4%	33.2%
净利润增长率	23.1%	10.5%	7.2%	23.4%	30.5%
EBITDA 增长率	15.6%	11.0%	11.5%	19.4%	30.8%
EBIT 增长率	14.6%	10.8%	9.3%	17.9%	31.8%
NOPLAT 增长率	22.8%	10.3%	6.8%	21.1%	29.1%
投资资本增长率	-16.4%	138.0%	49.3%	33.1%	25.1%
净资产增长率	42.9%	27.1%	28.0%	138.3%	11.8%
利润率					
毛利率	36.3%	31.7%	30.8%	30.3%	30.5%
营业利润率	23.5%	20.7%	19.2%	18.1%	18.6%
净利润率	23.9%	21.0%	19.0%	18.3%	18.5%
EBITDA/营业收入	23.9%	21.1%	19.8%	18.5%	18.7%
EBIT/营业收入	23.2%	20.4%	18.9%	17.4%	17.8%
运营效率					
固定资产周转天数	34	56	70	53	39
流动营业资本周转天数	47	43	76	99	104
流动资产周转天数	300	315	316	429	492
应收帐款周转天数	53	36	42	53	52
存货周转天数	93	114	105	92	91
总资产周转天数	381	419	411	524	573
投资资本周转天数	81	99	146	160	159
投资回报率					
ROE	30.0%	26.1%	21.9%	11.3%	13.2%
ROA	17.5%	16.9%	15.4%	9.4%	11.0%
ROIC	96.7%	127.7%	57.3%	46.5%	45.1%
费用率					
销售费用率	2.7%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%
管理费用率	9.6%	8.8%	9.0%	9.6%	9.4%
财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.7%	-0.9%
三费/营业收入	12.0%	10.8%	11.1%	11.4%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	41.9%	35.3%	29.8%	16.6%	16.9%
负债权益比	72.1%	54.7%	42.4%	19.9%	20.3%
流动比率	1.79	2.16	2.64	5.09	5.23
速动比率	1.17	1.34	1.85	4.20	4.21
利息保障倍数	-83.61	-74.12	-55.66	-25.41	-20.06
分红指标					
DPS(元)	-	0.31	-	0.33	0.44
分红比率	0.0%	18.4%	0.0%	20.0%	20.0%
股息收益率					

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	66.3	87.6	111.2	402.3	455.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	31.4	20.7	50.6	64.6	83.6
应收票据	4.0	-	-	-	-
预付帐款	28.0	31.4	31.4	31.4	31.4
存货	69.4	88.0	83.4	107.2	138.4
其他流动资产	1.6	4.8	4.8	4.8	4.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	15.7	15.7	15.7	15.7
固定资产	17.9	58.8	56.0	53.2	50.4
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	0.1	0.1	0.1	18.7	26.8
其他非流动资产	50.5	0.3	9.0	29.0	8.7
资产总额	**269.1**	**307.4**	**362.2**	**726.8**	**815.3**
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	5.3	14.6	17.1	22.0	28.3
应付票据	23.0	30.5	27.8	35.7	46.1
其他流动负债	83.8	62.5	61.9	62.1	62.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
负债总额	**112.7**	**108.6**	**107.8**	**120.8**	**137.6**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	30.8	30.8	30.8	41.1	41.1
留存收益	125.6	167.9	223.6	564.9	636.6
股东权益	**156.4**	**198.7**	**254.4**	**606.0**	**677.7**

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	47.0	51.9	55.6	68.7	89.6
加:折旧和摊销	1.3	1.5	2.8	4.1	4.7
资产减值准备	-0.2	-0.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-1.0	-2.6	-4.3
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-41.3	26.0	-34.8	-44.7	-13.3
经营活动产生现金流量	**54.9**	**31.8**	**22.7**	**25.5**	**76.7**
投资活动产生现金流量	**-50.1**	**-6.0**	**-**	**-20.0**	**-10.0**
融资活动产生现金流量	**-**	**-9.5**	**1.0**	**285.6**	**-13.6**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	1.52	1.68	1.81	1.67	2.18
BVPS(元)	5.08	6.45	8.26	14.75	16.49
PE(X)	-	-	-	-	-
PB(X)	-	-	-	-	-
P/FCF	-	-	-	-	-
P/S	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
CAGR(%)	13.5%	20.0%	27.4%	29.5%	28.5%
PEG	-	-	-	-	-
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：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。

■ 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

胡又文声明，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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@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	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	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

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

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。