

2015 年 01 月 26 日

煌上煌 (002695.SZ)

加速内生外延，重回快速增长通道

■典型的“小公司、大行业”：公司所处的休闲卤制食品行业规模上千亿，市场空间巨大，然而包括公司在内的前三大龙头份额占比不到5%。此外，在城镇居民生活节奏加快、消费者对产品品牌和品质关注度提升的背景下，行业品牌化加速，尤其利好行业龙头的份额扩张。

■全国化门店分布程度较低，未来扩张空间大：公司当前收入仅江西和广东的占比就达到87%，主要是门店分布不均引起，而随着产能基地和门店的全国化布局展开，未来公司的收入体量规模提升空间大。（对比绝味鸭脖全国6000家门店对应年收入约25亿元，公司当前2280家，收入10亿）。2015年预计会新增570家，同比增幅25%。

■内生外延，打造健康方便熟食平台：公司正在加速外延式并购，通过收购其他有协同效应的新品类，来丰富煌上煌自身的产品线，打造一个方便熟食平台。公司订单日报日结，现金流稳健，“0”负债加账面8亿多资金，未来外延扩张资金充足，2014年现金7000多万并购嘉兴知名粽子品牌“真真老老”就是案例之一。

■管理现积极变化，招贤纳士与股票激励并进：自2014年以来，除了加速人才引入、提高人才激励以外，公司还加快了内生门店扩张的速度，同时在外延并购方面也取得了进展。展望2015年，公司管理的这一积极变化将持续并提高力度，公司将重新驶入快速增长通道。

■投资建议：我们预计公司2014年-2016年的收入分别为10.4亿元、13.1亿元和16.5亿元，YOY分别为16.3%、26.3%和25.5%，净利润分别为1.3亿元、1.6亿元和2.0亿元，YOY分别为7.1%、25.2%、24.4%；EPS分别为1.05元、1.32元和1.64元，成长性突出；公司正驶入内生门店全国化、外延式扩张加速的快速增长通道，给予2015年27倍PE，6个月目标价为35.64元，首次给予增持-A的投资评级。

■风险提示：禽畜流行病爆发、食品安全事故、门店扩张速度低于预期、外延并购低于预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	889.6	893.3	1,038.9	1,312.5	1,646.5
净利润	97.4	121.6	130.2	163.1	202.9
每股收益(元)	0.77	0.96	1.05	1.32	1.64
每股净资产(元)	10.40	11.14	12.14	13.09	14.27

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	38.6	30.9	28.2	22.5	18.1
市净率(倍)	2.9	2.7	2.4	2.3	2.1
净利润率	10.9%	13.6%	12.5%	12.4%	12.3%
净资产收益率	7.4%	8.6%	8.7%	10.1%	11.5%
股息收益率	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%	1.6%
ROIC	22.2%	19.1%	14.7%	17.8%	18.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

肉制品

投资评级

增持-A
首次评级
6 个月目标价
35.64 元
股价 (2015-01-23)
29.65 元
交易数据

总市值(百万元)	3,755.42
流通市值(百万元)	1,273.07
总股本(百万股)	126.66
流通股本(百万股)	42.94
12 个月价格区间	24.18/35.12 元

股价表现


资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.75	-54.64	-51.22
绝对收益	3.67	-5.57	8.81

衡昆

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450511020004
 hengkun@essence.com.cn
 010-66581658

报告联系人

张龙

021-68763897

zhanglong2@essence.com.cn

正文目录

1. 典型的“小公司、大行业”	3
2. 全国化门店分布程度较低，未来扩张空间大	4
3. 内生外延，打造健康方便熟食平台	6
4. 管理现积极变化，招贤纳士与股票激励并进	8
5. 财务分析	9
6. 盈利预测、估值与投资建议	11

图目录

图 1：徐桂芬家族以 63.2%的股权实际控制，并将于 2015 年 9 月作为首发限售解禁	3
图 2：公司所处休闲卤制食品行业规模上千亿	3
图 3：行业集中度低，前三大龙头份额不到 5%	4
图 4：公司历年营业收入（2012/2013 年有禽流感因素）	4
图 5：2014H 数据，公司收入地域分布非常不均	4
图 6：伴随着门店扩张的加速，公司未来收入增长空间大	5
图 7：公司产能主要集中在江西、广东、福建和辽宁等少数区域	5
图 8：通过并购新品类，丰富产品组合，打造健康方便熟食平台是公司努力的方向	6
图 9：“真真老老”粽子之都嘉兴的知名品牌	7
图 10：“真真老老”业绩承诺未来几年至少 20%增速	7
图 11：公司 2014 年现金 7370 万收购嘉兴知名粽子品牌“真真老老” 67%股权	7
图 12：煌上煌与绝味食品过去三年收入对比	8
图 13：煌上煌与绝味食品过去三年毛利率对比	9
图 14：成本中直接原料（禽畜肉类等）占比超过 90%	9
图 15：50 个城市平均鸭价格稳中有升	9
图 16：猪肉价格处于新旧猪周期交替期间	9
图 17：公司当前 10%的原料由合作社自供方式提供	10
图 18：公司净利率高于绝味 5pct，并呈上升趋势	10
图 19：公司销售费用率低于绝味	10
图 20：公司管理费用率高于绝味 5pct	11
图 21：公司财务费用率低于绝味 2.5pct	11

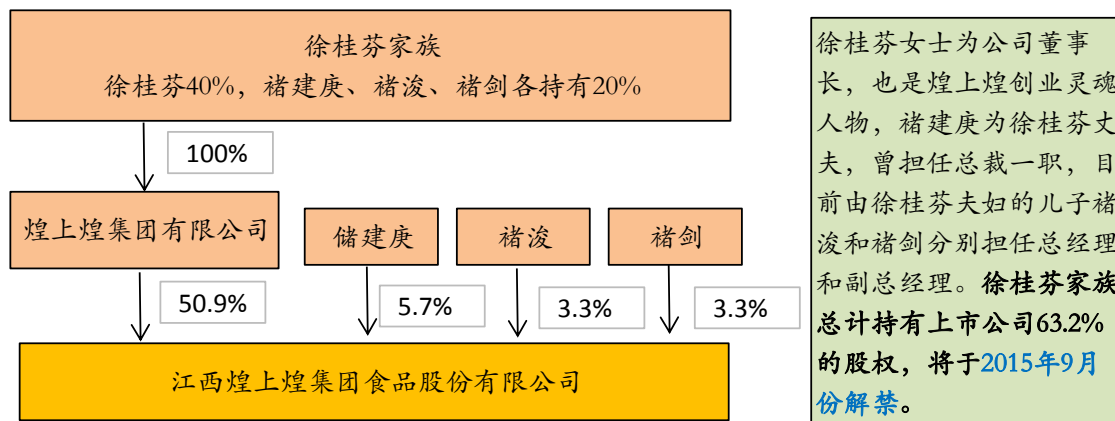
表目录

表 1：公司全国产能基地分布主要集中在以下几个区域	5
表 2：2014 年初公司已完成对于中高管及核心技术人员共计 41 人的首次限制性股票	8
表 3：可比食品饮料上市公司估值对比表（2015 年 1 月 23 日数据）	11

1. 典型的“小公司、大行业”

江西煌上煌始创于1993年，主营酱卤制禽畜肉类和素食类产品，由徐桂芬家族一手创立并做大做强。2012年9月在深圳中小板上市，成为行业内第一家上市公司，到目前为止也是行业唯一一家上市公司。

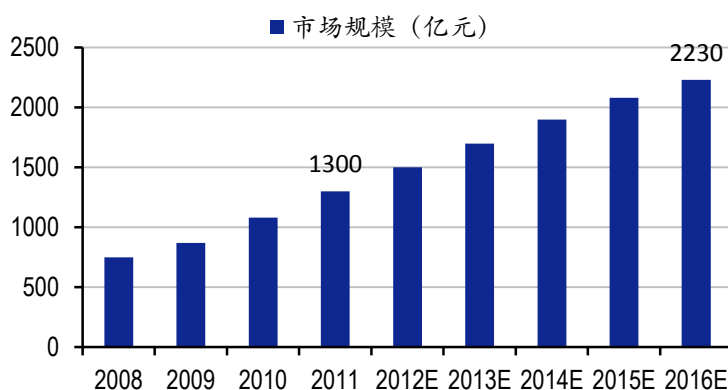
图1：徐桂芬家族以63.2%的股权实际控制上市公司，并将于2015年9月作为首发限售解禁



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司所处的休闲卤制食品行业规模上千亿，市场空间巨大，然而包括上市公司在内的前三大龙头公司份额占比不到5%，是典型的“小公司、大行业”。休闲卤制食品作为中国传统美食之一，历史悠久，在人们日常生活中占据较为重要的地位，当前市场上能被普遍接受的卤制熟食，主要包括家禽类副产品、肉类产品、素食类产品等等。

图2：公司所处休闲卤制食品行业规模上千亿



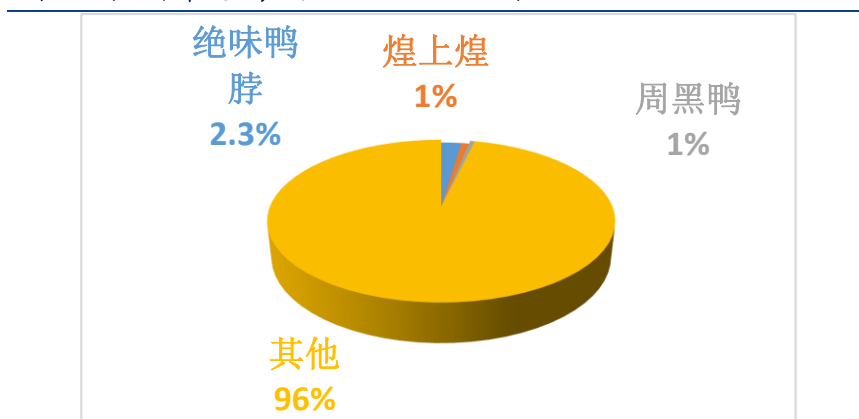
数据来源：《肉类工业》、《食品开发与研究》杂志，公司招股书，安信证券研究中心

行业前三大龙头主要是绝味、煌上煌以及周黑鸭，2013年收入分别为23亿、9亿和5亿，如果按照1000亿的市场总规模来计算，各自份额仅为2.3%、0.9%和0.5%，CR3仅3.7%，行业集中度偏低。

行业产品品牌化加速。2010年以来，随着消费者消费需求的提升、对产品品牌和品质的关注，由龙头企业引领下，行业品牌化、管理信息化等不断加速，龙头纷纷持续加大采购、生产、质量安全等各方面的投入力度，以满足多元化的消费需求，保障企业的持续、健康、规范发展。此外，城镇居民生活节奏的加快和消费观念的改变，也为行业带来了

良好的发展契机。

图 3：行业集中度低，前三大龙头份额不到 5%



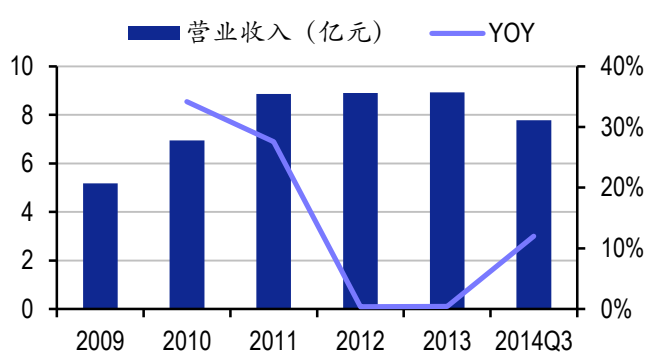
数据来源：招股书，公司公告，安信证券研究中心

2. 全国化门店分布程度较低，未来扩张空间大

公司当前收入地域分布非常不均，2014 年中数据，仅江西和广东的收入占比就达到 87%，主要是门店分布不均引起，当前公司主要的门店都分布在江西、广东、福建和辽宁等其有产能基地布局的区域。

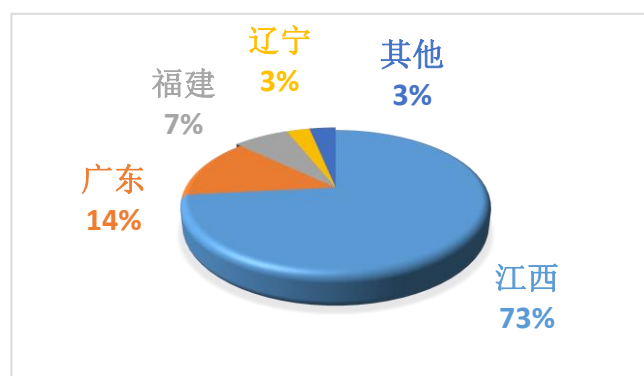
随着产能基地和门店的全国化布局展开，未来公司的收入体量规模提升空间巨大（对比绝味鸭脖全国 6000 家门店对应年收入约 25 亿元，公司当前 2300 家，收入 10 亿）。当前公司的门店数量约为 2280 家，2015 年预计会新增 570 家，同比增幅 25%；其中预计河南新开 200 家，辽宁 100 家，其他主要分布在成熟市场，比如江西和广东，此前广东门店主要集中在深圳和东莞，其他地区都不多。

图 4：公司历年营业收入（2012/2013 年有禽流感因素）



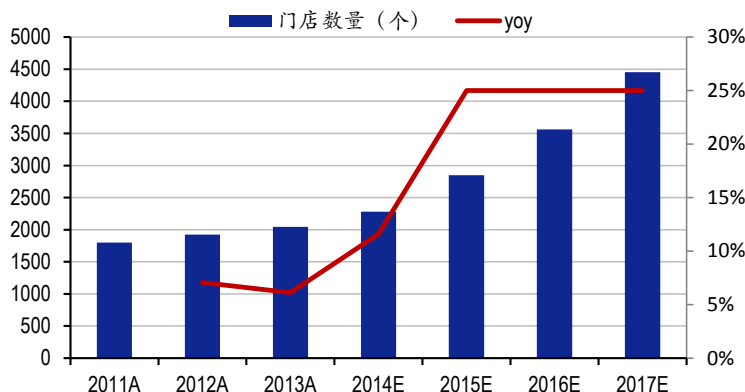
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2014H 数据，公司收入地域分布非常不均



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：伴随着门店扩张的加速，公司未来收入增长空间大



数据来源：公司公告，安信证券研究中心预计

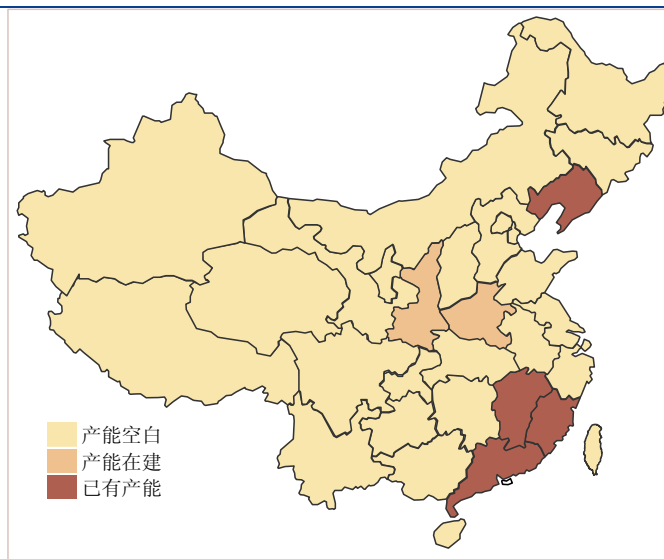
公司在产能和门店扩张方面与同行相比比较稳健，稳健一方面可以控制食品安全风险，但另一方面也减缓了发展的速度（另外两家竞争对手预计会在这两年陆续上市，如果公司不跟上拓展步伐，未来有可能会错过最佳跑马圈地的时机）。门店分布不均原因是公司产能基地仅在四五个省份有布局，因此在没有产能基地的情况下，配送跟不上会限制门店开设的数量。公司当前产能主要分布在江西、广东、福建和辽宁，陕西和河南都正在建设。公司通过在目标市场通过设立直营店进行测试，如果市场需求不错，会通过招商的形式再次测试，如果招商会火爆，愿意合作的商家很多，公司会考虑是否要在该市场设生产基地，如果市场需求测试一般，可能仍会继续通过空运配送的形式。

表 1：公司全国产能基地分布主要集中在以下几个区域

地区	产能 (吨)	产能利用率
江西	20000	>90%
广东	8000	>90%
福建	6000	
辽宁	5500	约 30%
陕西 (在建)	6000	
河南 (当前先租借, 后续买地建)	根据需求来, 要多少租多少	

数据来源：公司公告，调研数据，安信证券研究中心

图 7：公司产能主要集中在江西、广东、福建和辽宁等少数区域



数据来源：安信证券研究中心整理

公司门店主要分为直营和加盟模式，当前 2280 家门店中直营店有 170 多家，占比 7%-8% 左右，较 IPO 时的 5% 已有所提高，未来这个比例预计还会持续提升；直营店收入占总收入 17%-20% 之间，可见直营店的单店收入是高于加盟店的，按照 2014 年公司酱卤制品 9 亿收入规模计，直营收入：加盟收入为 16650 万：73350 万，核算下来，单店收入比为 98 万：35 万。

随着未来直营比例的提升，公司整体单店收入能力将继续提高。公司募投项目之一就是投资 1 亿元新建 108 家直营旗舰店，提升品牌形象、并起到宣传作用，当前已完成 34 家，剩下的预计将在 2015/2016 年完成，预计直营比例还有翻倍空间，也即提升到 15% 左右。

全国所有门店都通过 ERP 信息化平台联接管理，订单每日报送每日付款每日配送，整体运营效率高，现金流非常稳健。同时电脑订单系统会核算过去几日的平均销量，对异常下单报警，公司会有相应人员电话核对，以控制所有门店都尽可能按需下单，保证产品的新鲜度。

3. 内生外延，打造健康方便熟食平台

目前，公司正在打造一个以禽类产品为核心、畜类产品为发展重点、其他蔬菜、水产、豆制品等佐餐凉菜食品为辅助的丰富快捷消费产品组合。未来公司将紧紧地围绕上述产品组合，力争 3-5 年内，通过内生外延，进一步把公司的营销网点打造成深受消费者信赖的健康方便熟食平台，也即“第二厨房”，收入达到 30 亿元（是当前收入 3 倍，年均复合增速 25%）。

打造健康方便熟食平台主要通过两个路径，其一是内生，是指通过全国门店和产能布局，实现市场扩张，在上文我们已有讨论，公司正在加速这一进度；其二是外延，外延主要是指收购其他有协同效应的新品类，来丰富煌上煌自身的产品线，打造出一个方便熟食平台，同时在渠道和产能方面也可能会有有一定协同。

图 8：通过并购新品类，丰富快消消费产品组合，打造一个健康方便熟食平台是公司未来努力的方向

公司丰富的快捷消费产品组合



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司“0”负债，账面现金充裕，截止 2014Q3 货币资金 8 亿，占其总市值 38 亿的 21%，

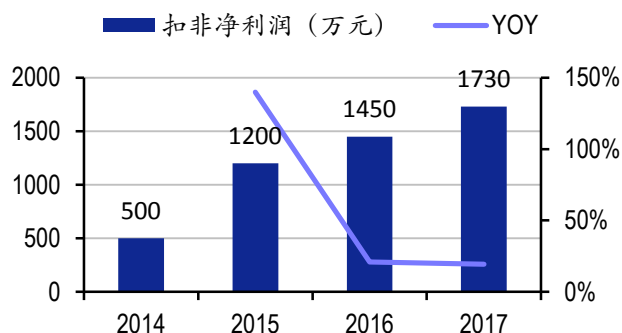
公司有足够的加杠杆空间和资金实力去外延收购。2014 年现金 7370 万收购嘉兴知名粽子品牌“真真老老”67%股权就是案例之一，不仅丰富了公司产品组合，也增厚了公司利润。真真老老业绩承诺，2014-2017 年扣非后净利润至少为 500 万元、1200 万元、1450 万元和 1730 万元，2015-2017 的同比增速分别达到 140%、20%和 20%。

图 9：“真真老老”粽子之都嘉兴的知名品牌



数据来源：官网，安信证券研究中心

图 10：“真真老老”业绩承诺未来几年至少 20%增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

真真老老是粽子之都嘉兴的知名品牌。20 世纪初，嘉兴粽子创始人冯昌年先生（注：《嘉兴志》记载）在嘉兴老城张家弄创始了“真真老老”粽子。公司现坐落在素有“粽子之乡”美称的嘉兴市秀洲区油车港镇，公司占地面积 90 亩，拥有目前国内最先进的粽子生产流水线，年生产粽子能力达 2 亿只。先后荣获“中华名小吃”、“嘉兴市著名商标”、“嘉兴市农业龙头企业”、“浙江省农业科技研究开发中心”、“浙江省农业科技企业”等荣誉，且连续多届荣获“全国粽子文化节金奖”。

图 11：公司 2014 年现金 7370 万收购嘉兴知名粽子品牌“真真老老”67%股权

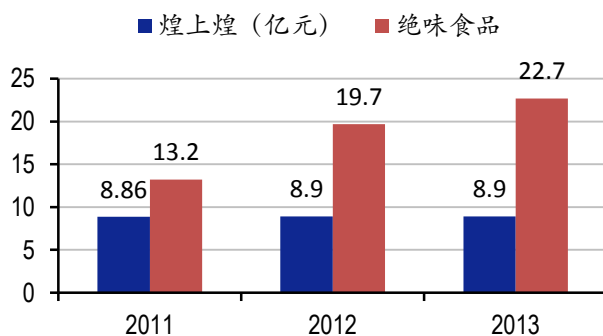


数据来源：官网，安信证券研究中心

4. 管理现积极变化，招贤纳士与股票激励并进

2012/2013 年，在同业绝味鸭脖收入规模高速增长的同时，公司收入增速却放缓，除了这两年禽流感等系统性原因以外，公司管理经营态度略显保守消极是另外一个重要原因。而自 2014 年以来，管理层态度转向积极，除了加速人才引入、提高人才激励以外，公司还加快了内生门店扩张的速度，同时在外延并购方面也取得了进展。展望 2015 年，公司管理的这一积极变化将持续并继续提高力度，公司将重新驶入快速增长通道。

图 12：煌上煌与绝味食品过去三年收入对比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2014 年 6 月份以来公司对人才引进加速，2014 年末管理人员数量几乎是去年 2 倍，包括 6-7 个营销总监，按照区域分工负责区片销售，按照区域门店数和销售额等各个指标考核激励。这些人才都是通过专业猎头公司聘请，来自各个快消品行业，薪资待遇在当地拥有足够竞争力。

股票激励激发活力。2013 年公司公告限制性股票激励预案，2014 年 4 月首次授予完成。公司激励计划实际首次授予的限制性股票数量为 278.19 万股，占授予前上市公司总股本的比例为 2.25%；授予后股份性质为有限售条件流通股，授予对象包括副总经理、财务总监等的公司中高管以及其他核心技术人员共计 41 人。

表 2：2014 年初公司已完成对于中高管及核心技术人员共计 41 人的首次限制性股票

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占激励计划草案摘要公告日公司总股本的比例
范旭明	董事、副总经理	23.97	7.80%	0.19%
曾细华	财务总监、董事会秘书	22.82	7.43%	0.18%
刘伟	副总经理	18.58	6.05%	0.15%
中层管理人员、核心技术(业务)人员(38人)		212.82	69.29%	1.178
预留		28.97	9.43%	0.23%
合计(41人)		307.16	100.00%	2.48%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

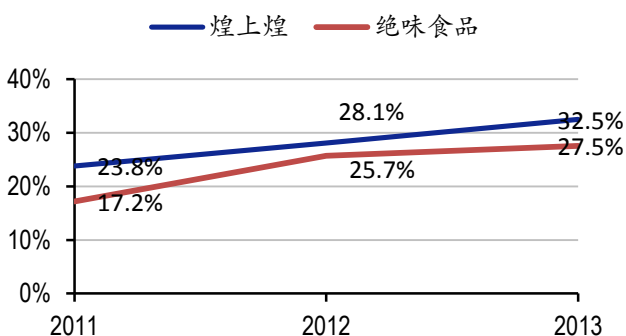
中高管及核心技术骨干等 41 名员工已实现第一期（2015 年 05 月至 2016 年 05 月）解锁条件。此外，徐桂芬女士家族总计持有上市公司 63.2% 的首发限售股也将于 2015 年 9 月份解禁。

限制性股票授予价格为 11.11 元/股，于 2014 年 4 月首批授予的解锁分三期，分别为 2015 年 05 月至 2016 年 05 月/2016 年 05 月至 2017 年 05 月/2017 年 05 月至 2018 年 05 月，解锁比例分别为 40%: 30%: 30%。三个锁定期的解锁条件分为 2013 年同比 2012 年净利润增长 $\geq 15\%$ ，2013 年 ROE $\geq 7.5\%$ ；2014 年同比 2012 年净利润增长 $\geq 32\%$ ，2013 年 ROE $\geq 8.5\%$ ；2013 年同比 2012 年净利润增长 $\geq 52\%$ ，2013 年 ROE $\geq 9.5\%$ 。折合三年复合净利润增速约为 15%。

5. 财务分析

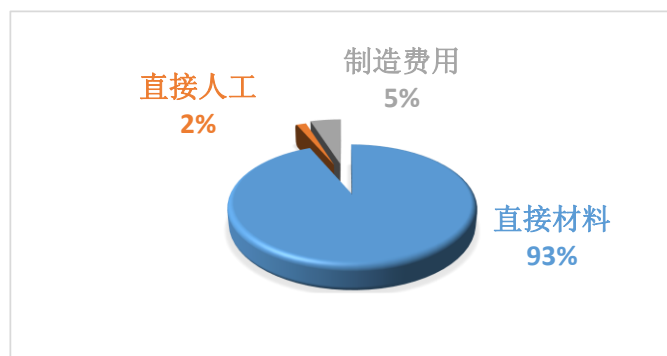
公司营业成本中原料肉类等占比超过九成，禽畜肉类价格的剧烈波动会对毛利率产生一定影响，因此，公司在原料供给方面做了大量工作，一方面通过自供方式，和上游合作社和养殖户签订长期合作协议，保证原料供给的稳定和品质；另一方面通过与上游供肉大型知名机构签订长期购货合同，保证原料供给。当前自供比例在 10%左右。因此我们可以看到尽管过去几年鸭肉价格整体呈现稳中略升的态势，而公司毛利率仍旧高于同行的绝味，毛利率过去三年也呈现逐步上升趋势。

图 13：煌上煌与绝味食品过去三年毛利率对比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：成本中直接原料（禽畜肉类等）占比超过 90%



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15：50 个城市平均鸭价格稳中有升



数据来源：Wind，安信证券研究中心

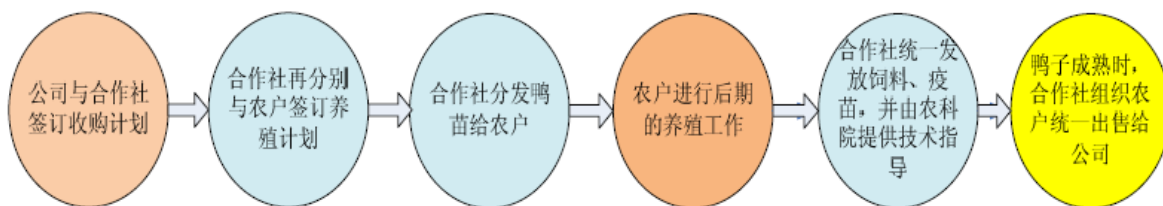
图 16：猪肉价格处于新旧猪周期交替期间



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 17：公司当前 10%的原料由合作社自供方式提供

养殖示意图



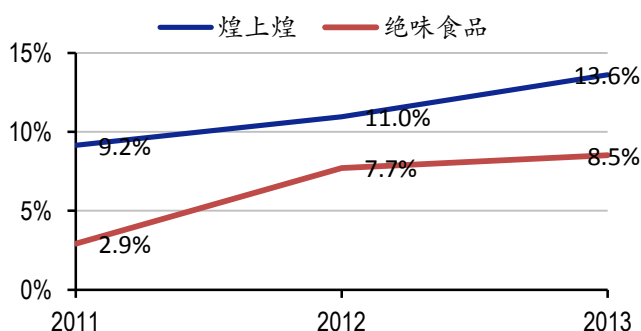
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

这几年公司净利率也有所提升，并高于绝味 5pct，拆分下来可以发现，公司在毛利率上获得 5pct 的优势，然而管理费用率却高于绝味 5pct，销售费用率低于绝味 2pct，财务费用率低于绝味 2.5pct。

经过以上分析，公司未来净利率仍有提升潜力，一方面，适当降低管理费用率，公司管理费用中，研发费用的反映及人工成本增加是费用较高的主要原因，研发费用占比 27%，薪酬社保占比 19%，未来随着收入规模扩大，规模效应下该项费率有望得到大幅降低，趋近与绝味 5%水平；另外，公司现金流稳健，资金充裕，财务费用率较低的优势仍能继续维持；最后，随着酱卤肉行业品牌化的进展，当前 30%左右的毛利率未来有望继续提升。

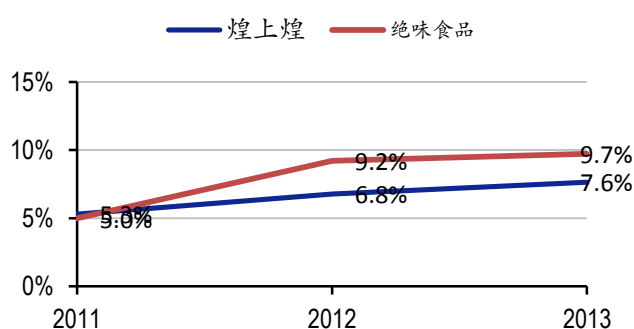
而上述分析中发现公司的一个问题是销售费用率略低，这跟公司此前相对稳健的风格有一定联系，随着未来管理积极性提升，对品牌和渠道的投入势必增加，未来销售费用率预计会逐步提升到一个更合理的水平，这样也有利于公司在消费者中留下更多更深的印象，并在抢占市场份额过程中更加高效。

图 18：公司净利率高于绝味 5pct，并呈上升趋势



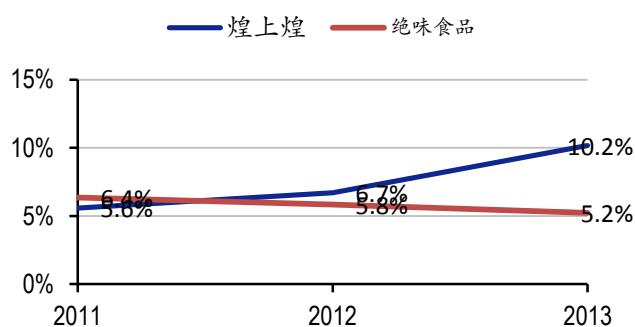
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19：公司销售费用率低于绝味



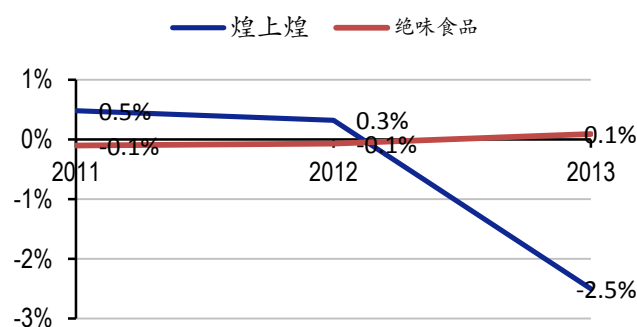
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20: 公司管理费用率高于绝味 5pct



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 21: 公司财务费用率低于绝味 2.5pct



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6. 盈利预测、估值与投资建议

基于以上对行业和分析, 我们做出以下关键假设:

- 1) 公司加速抢占市场份额, 门店扩张速度加快。2013 年末门店数量和单店收入分别为 2043 家和 43.7 万元, 预计 2014-2016 年的门店净增量 YOY 分别为 11.6%、25%和 25%; 单店收入略有提升, YOY 分别为 4.2%、1.1%和 0.4%; 由此得到 2014-2016 年的收入 YOY 分别为 16.3%、26.3%和 25.5%。
- 2) 随着酱卤行业品牌化消费的加速, 毛利率稳中略有升。预计 2014-2016 年毛利率分别为 32.8%、33.1%和 33.3%。
- 3) 为了加速份额扩张, 预计公司营销费用投入较快增长。预计 2014-2016 年销售费用率分别为 8.5%、9%和 9.5%。

我们预计公司 2014 年-2016 年的收入分别为 10.4 亿元、13.1 亿元和 16.5 亿元, YOY 分别为 16.3%、26.3%和 25.5%, 净利润分别为 1.3 亿元、1.6 亿元和 2.0 亿元, YOY 分别为 7.1%、25.2%、24.4%; EPS 分别为 1.05 元、1.32 元和 1.64 元, 成长性突出; 公司正驶入内生门店全国化、外延式扩张加速的快速增长通道, 给予 2015 年 27 倍 PE, 6 个月目标价为 35.64 元, 首次给予增持-A 的投资评级。

表 3: 可比食品饮料上市公司估值对比表 (2015 年 1 月 24 日数据)

代码	简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB (LF)	市现率 PCF (TTM)	市销率 PS (TTM)
			TTM	14E	15E			
600887.SH	伊利股份	847.61	20.04	19.46	15.82	4.73	29.56	1.59
000895.SZ	双汇发展	722.23	17.25	16.20	14.19	4.97	-53.32	1.58
603288.SH	海天味业	699.01	36.14	34.35	28.22	9.94	60.69	7.44
600597.SH	光明乳业	218.31	43.26	39.06	27.34	4.94	-42.12	1.10
300146.SZ	汤臣倍健	188.39	34.46	32.25	24.56	7.77	83.11	11.05
002570.SZ	贝因美	168.10	47.42	45.19	30.39	4.63	-10.75	3.42
002481.SZ	双塔食品	94.96	68.92	47.00	29.09	4.03	-350.24	9.24
600872.SH	中炬高新	94.08	32.83	32.11	24.53	4.13	92.83	3.63
600073.SH	上海梅林	87.49	52.52	46.91	35.14	2.89	30.09	0.79
002216.SZ	三全食品	82.15	92.84	80.64	50.04	4.46	-22.21	1.99
600429.SH	三元股份	75.49	-265.11	58.47	30.10	4.65	-293.16	1.69
002568.SZ	百润股份	73.79	129.91	37.44	15.68	11.55	-133.58	48.85
002557.SZ	洽洽食品	69.32	24.08	23.07	19.64	2.63	-105.26	2.21
002507.SZ	涪陵榨菜	58.03	39.29	35.14	28.69	5.08	-58.60	6.26

002650.SZ	加加食品	56.31	33.93	34.78	27.40	3.27	120.52	3.38
600305.SH	恒顺醋业	55.39	82.33	66.36	43.29	4.46	32.59	5.05
002726.SZ	龙大肉食	47.14	46.37	42.59	30.93	3.27	17.16	1.32
000716.SZ	黑芝麻	44.14	70.20	61.70	34.62	2.46	-51.22	3.12
002732.SZ	燕塘乳业	38.24	49.40	42.09	34.37	5.41	587.65	4.07
002330.SZ	得利斯	35.69	81.66	83.01	50.27	2.79	-46.89	2.01
002515.SZ	金字火腿	34.89	154.04	114.88	91.65	4.02	-67.59	15.39
002661.SZ	克明面业	31.94	36.31	33.13	29.29	4.35	135.84	2.16
002582.SZ	好想你	30.55	50.72	45.82	35.42	2.20	-20.83	3.15
002719.SZ	麦趣尔	28.84	59.12	54.94	44.64	4.48	74.98	8.45
002702.SZ	海欣食品	28.07	122.56	83.42	46.73	3.56	-462.46	3.41
002695.SZ	煌上煌	37.55	32.80	30.41	25.06	2.51	74.36	3.85
行业中值		63.68	46.90	42.34	29.69	4.40	-15.79	3.40
行业均值		151.84	45.90	47.71	33.35	4.58	-14.57	6.01

数据来源: Wind 一致预测, (2015 年 1 月 23 日数据) 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 01 月 24 日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	889.6	893.3	1,038.9	1,312.5	1,646.5	成长性					
减:营业成本	639.5	603.1	697.7	878.4	1,098.4	营业收入增长率	0.4%	0.4%	16.3%	26.3%	25.5%
营业税费	6.1	6.2	7.2	9.1	11.4	营业利润增长率	16.4%	22.3%	5.4%	25.3%	24.5%
销售费用	60.4	68.2	88.3	118.1	156.4	净利润增长率	20.1%	24.8%	7.1%	25.2%	24.4%
管理费用	59.7	91.0	106.0	127.2	151.6	EBITDA 增长率	15.7%	3.1%	10.2%	29.2%	27.0%
财务费用	2.9	-22.3	-16.0	-15.3	-13.9	EBIT 增长率	14.4%	1.4%	11.4%	28.7%	27.4%
资产减值损失	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	NOPLAT 增长率	17.6%	6.9%	11.7%	29.2%	27.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.5%	45.6%	6.5%	26.0%	15.4%
投资和汇兑收益	-	1.0	0.3	0.4	0.6	净资产增长率	252.5%	7.1%	6.6%	7.8%	9.0%
营业利润	120.7	147.6	155.6	195.0	242.8	利润率					
加:营业外净收支	4.8	1.0	3.2	3.0	2.4	毛利率	28.1%	32.5%	32.8%	33.1%	33.3%
利润总额	125.5	148.6	158.8	198.1	245.3	营业利润率	13.6%	16.5%	15.0%	14.9%	14.7%
减:所得税	28.1	27.0	28.6	34.9	42.4	净利润率	10.9%	13.6%	12.5%	12.4%	12.3%
净利润	97.4	121.6	130.2	163.1	202.9	EBITDA/营业收入	15.8%	16.2%	15.3%	15.7%	15.9%
						EBIT/营业收入	13.9%	14.0%	13.4%	13.7%	13.9%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	81	99	101	92	87
货币资金	773.8	623.3	668.5	571.4	556.1	流动营业资本周转天数	77	122	140	136	136
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	279	434	391	336	289
应收帐款	20.2	24.8	28.6	40.2	47.8	应收帐款周转天数	7	9	9	9	10
应收票据	1.0	-	1.2	0.3	1.5	存货周转天数	96	115	118	121	124
预付帐款	25.1	33.4	36.3	54.1	62.3	总资产周转天数	403	583	536	461	401
存货	258.1	312.5	367.3	514.2	621.2	投资资本周转天数	196	265	280	258	247
其他流动资产	-	80.0	82.4	84.9	87.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.4%	8.6%	8.7%	10.1%	11.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.9%	8.2%	8.1%	9.3%	10.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	22.2%	19.1%	14.7%	17.8%	18.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	210.7	280.3	302.1	367.4	426.3	销售费用率	6.8%	7.6%	8.5%	9.0%	9.5%
在建工程	51.8	46.1	46.2	46.4	46.5	管理费用率	6.7%	10.2%	10.2%	9.7%	9.2%
无形资产	65.6	74.5	72.7	71.0	69.2	财务费用率	0.3%	-2.5%	-1.5%	-1.2%	-0.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.8%	15.3%	17.2%	17.5%	17.9%
资产总额	1,413.2	1,481.5	1,609.2	1,751.9	1,920.3	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	6.8%	4.8%	6.5%	7.4%	8.0%
应付帐款	81.7	67.6	89.0	118.9	140.6	负债权益比	7.3%	5.0%	7.0%	8.0%	8.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	12.19	17.03	12.10	10.32	9.47
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	9.27	12.07	8.35	6.12	5.19
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	43.23	-5.62	-8.73	-11.71	-16.42
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	96.4	70.9	105.0	130.3	152.9	DPS(元)	0.22	0.27	0.30	0.37	0.46
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	28.6%	27.8%	28.2%	28.0%	28.1%
股本	123.9	123.9	123.9	123.9	123.9	股息收益率	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%	1.6%
留存收益	1,192.9	1,286.8	1,380.3	1,497.7	1,643.5						
股东权益	1,316.7	1,410.7	1,504.2	1,621.6	1,767.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	97.4	121.6	130.2	163.1	202.9	EPS(元)	0.77	0.96	1.05	1.32	1.64
加:折旧和摊销	20.3	22.3	19.8	26.3	32.8	BVPS(元)	10.40	11.14	12.14	13.09	14.27
资产减值准备	0.5	0.4	-	-	-	PE(X)	38.6	30.9	28.2	22.5	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.7	2.4	2.3	2.1
财务费用	3.5	-	-16.0	-15.3	-13.9	P/FCF	-31.8	-30.5	46.4	-68.9	88.0
投资损失	-	-1.0	-0.3	-0.4	-0.6	P/S	4.2	4.2	3.5	2.8	2.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	17.0	20.6	18.8	15.1	11.9
营运资金的变动	-56.2	-181.6	-28.1	-150.9	-103.9	CAGR(%)	18.8%	18.6%	17.1%	18.8%	18.6%
经营活动产生现金流量	74.5	54.0	105.6	22.8	117.2	PEG	2.1	1.7	1.6	1.2	1.0
投资活动产生现金流量	-82.3	-176.5	-39.7	-89.6	-89.4	ROIC/WACC	2.7	2.3	1.8	2.2	2.2
融资活动产生现金流量	733.3	-27.9	-20.7	-30.3	-43.1	REP	1.6	1.6	2.0	1.4	1.2

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

衡昆声明, 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、责任的和法律依据或者凭证。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

