

迪士尼系列报告之锦江投资（600650）跟踪报告

# 迪士尼是公司发展重要契机，重申“买入”评级

2015年1月26日

## 投资要点

- ❖ **迪士尼是公司发展的重要契机。**上海迪士尼开园时间越来越近，预计将于2015年底前开园。作为改革开放30多年来，中国引进规模最大的服务业项目，我们认为，这将为资本市场提供显著的投资机会。迪士尼主题公园的开放，所带来的最直接的变化将客流量的大幅增长，我们预计第一年客流量将会达到1000万人次左右，2-3年后有望达到3000万人次。庞大的客流量，带动的是衣食住行消费的显著提升。从锦江投资的主营业务看，出租车、商务租车和冷链物流业务，可能都会受益于迪士尼主题公园的开放。从我们的测算弹性看，迪士尼相关业务有望于2016年为公司贡献业绩，增厚约在10%-51%。
- ❖ **移动用车兴起，汽车运营业务面临新机遇。**公司汽车运营业务包括出租车业务和商务租赁业务。出租车业务相对比较稳定，随着移动用车的发展，商务租赁业务有较大发展空间。1) 锦江汽车车辆规模庞大，具备形成规模网络的能力。公司拥有大中小各类车辆1万余辆，高端客车和大中型客车数量业内领先。2) 未来公司有望与商务租车平台合作，带来价值重估机会。随着滴滴专车、易到用车、Uber、一号专车等商务租车平台的快速发展，预计移动用车领域将受到更多关注，拥有车辆资源的公司有望获得价值重估。此外，公车改革也有望为公司商务租车带来新的增长点。
- ❖ **锦江系国企改革持续推进。**作为锦江集团的三大核心业务之一，锦江投资有望从集团国企改革中受益。锦江集团旗下另一家A股上市公司锦江股份，已经完成战略投资者的引进。这是锦江集团实质性推动国企改革的重要标志，我们认为锦江投资也存在一定国企改革预期。同时，考虑到公司实际控制人是迪斯尼中方股东之一，公司未来或将受益。
- ❖ **分拆角度看，公司估值仍有较大空间。**公司主要资产可以划分为主业资产、国泰君安股权和账面现金。随着券商资产价格的大幅上涨和迪士尼开园预期的逐步深入，我们认为可以通过分部法进行估值，以观察公司的估值空间。结合公交和物流板块平均估值水平，给予公司主业35倍PE。迪士尼业务由于具备较强成长性，给予50倍估值水平。加上1.014%国泰君安股权和8亿元的账面现金，公司实际估值可达119亿元，较目前市值仍有约30%的空间。
- ❖ **风险因素。**1) 国企改革低于预期；2) 迪士尼业务拓展低于预期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**从主营业务看，公司出租车业务主要提供稳定盈利，商务用车和冷链物流，则为盈利提供弹性。维持公司2014-16年净利润分别为2.17/2.45/2.96亿元、EPS为0.39/0.44/0.54元的预测，对应PE估值为43.2/38.3/31.7倍。结合行业内普遍的估值水平，采取分部估值方法，分别对公司主业、迪士尼业务、国泰君安股权和账面现金进行估值，公司实际估值为119亿元，上调目标价至21.6元。考虑到“锦江系”国企改革和“迪士尼”潜在业务催化，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	2,026	2,089	2,192	2,333	2,523
增长率 YoY %	5.51	3.11	4.94	6.45	8.12
净利润（百万元）	185	235	217	245	296
增长率 YoY %	-24.1	27.1	-7.7	13.0	20.8
每股收益（全面摊薄）（元）	0.33	0.43	0.39	0.44	0.54
毛利率（%）	19.83	20.07	20.65	21.67	23.67
净资产收益率（%）	8.72	10.59	9.51	10.42	12.12
市盈率（倍）	50.7	39.9	43.2	38.3	31.7
市净率（倍）	4.4	4.2	4.1	4.0	3.8

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为2015年1月23日收盘价


**买入（维持）**

当前价：16.99元

目标价：21.6元

**中信证券研究部**
**周俊**

电话：0755-23835299

邮件：zhou\_jun@citics.com

执业证书编号：S1010513060001

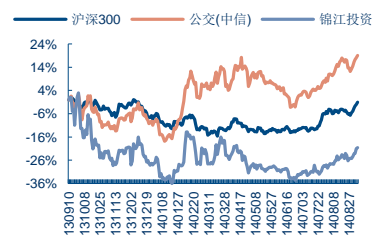
**刘正**

电话：021-20262119

邮件：zhengliu@citics.com

执业证书编号：S1010511080004

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

沪深300指数	3571.73点
总股本/流通股本	551.6/390.6 百万股
近12月最高/最低价	18.17元/8.72元
近1月绝对涨幅	8.48%
近6月绝对涨幅	92.6%
今年以来绝对涨幅	4.55%
12个月日均成交额	85.43百万元

## 目录

<b>迪士尼是公司发展的重要契机</b> .....	<b>1</b>
上海迪士尼预计将于 2015 年底前开园 .....	1
公司实际控制人是上海申迪第二大股东 .....	1
迪士尼有望成为公司潜在业务的催化剂 .....	2
<b>移动用车业务带来新机遇</b> .....	<b>3</b>
车辆资源雄厚，具备形成规模网络的能力 .....	3
主动“触网”，互联网前瞻性思维显现 .....	3
移动用车空间来自商务租车领域 .....	4
<b>锦江系国企改革持续推进</b> .....	<b>5</b>
锦江集团被划分为国企改革竞争类企业 .....	5
公司是“锦江系”旗下两家 A 股上市公司之一 .....	5
锦江投资有望受益国企改革 .....	6
<b>从分拆角度看估值空间</b> .....	<b>7</b>
公交和物流板块估值水平一直偏高 .....	7
从分拆角度看公司估值空间 .....	8
<b>风险因素</b> .....	<b>9</b>
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>9</b>

## 插图目录

图 1：上海迪士尼乐园效果图 .....	1
图 2：上海迪士尼位于浦东川沙的具体规划区域 .....	1
图 3：锦江汽车手机召车系统 .....	4
图 4：O2O 带来车辆业务新机遇 .....	4
图 5：“锦江系”历史国资改革示意图 .....	5
图 6：“锦江系”版图——锦江投资是锦江集团三大核心业务之一 .....	6
图 7：锦江投资战略投资合作者 .....	7



## 表格目录

表 1：上海申迪（集团）有限公司股东方持股情况.....	2
表 2：迪士尼业务增厚业绩区间在 10-51%.....	3
表 3：集团目前持有的相关资产.....	7
表 4：公交板块估值水平普遍超过 30 倍.....	8
表 5：物流板块估值水平普遍超过 30 倍.....	8
表 6：锦江投资分拆估值.....	9
表 7：锦江投资盈利预测.....	9

## 迪士尼是公司发展的重要契机

### 上海迪士尼预计将于 2015 年底前开园

上海迪士尼开园时间越来越近，预计将于 2015 年底前开园。迪士尼是改革开放 30 多年来中国引进规模最大的服务业项目，我们认为，这将为资本市场提供显著的投资机会。

(1) 投资规模巨大，对上海本地产业影响大而深远。

上海迪士尼项目位于浦东新区川沙镇，总投资约为 290 亿美元，预计将带动上万亿的 GDP 产值。公开资料显示，首期建设面积 390 万平方米，包括占地约 91 万平方米的主题乐园、两个可提供 1200 多间房间的主题酒店、约 4.6 万平方米的综合购物休闲娱乐中心及相关配套设施。此外，上海迪士尼乐园将建造世界上最高最大的迪士尼城堡——奇幻童话城堡作为其标志性的中心景点，同时还还将设计呈现全球首个以海盗为主题的园区。

(2) 开园时间临近，运营服务相关投资机会显著。

上海迪士尼乐园预计将于一季度基本完工，2015 年底开放运营。我们预计 2016 年迪士尼游客人数将达到 1000 万人次，2-3 年内游客人数有望达到 3000 万人次。在开园时间逐渐临近的情况下，我们认为迪士尼相关投资机会将逐步从建设相关转向运营服务相关。其中，旅游、餐饮、宾馆、娱乐、交通运输等相关行业都将直接受益于迪士尼效应。

(3) 估值考虑是 PE，而不是非经常性损益。

与上海世博会、北京奥运会等大型项目类比，上海迪士尼是具备持续现金流效应的项目。前者提供的是非经常性损益，后者贡献的是每年稳定增长的 EPS。

图 1：上海迪士尼乐园效果图



资料来源：迪士尼官网，中信证券研究部

图 2：上海迪士尼位于浦东川沙的具体规划区域



资料来源：和讯网，中信证券研究部

### 公司实际控制人是上海申迪第二大股东

上海迪士尼主题公园股东结构分为中方股东和外方股东。其中，中方股东上海申迪（集团）有限公司持股 57%，外方股东美国迪士尼集团持股 43%。锦江投资实际控制人锦江国际（集团）有限公司，是上海申迪（集团）有限公司的股东之一，持股比例达 25%，是第二大中方持股股东。

表 1：上海申迪（集团）有限公司股东方持股情况

上海申迪（集团）有限公司股东方	投资额（万元）	持有股权比例
上海陆家嘴（集团）有限公司	920,279	45%
锦江国际（集团）有限公司	511,266	25%
上海广播电影电视发展有限公司	409,013	20%
百联集团有限公司	204,507	10%
总计	2,045,065	100%

资料来源：全国企业信用信息公示系统、中信证券研究部

锦江国际（集团）有限公司净资产为 103.8 亿元。锦江国际投资超过 51 亿元现金参与上海迪士尼项目，占其净资产 50%，投资规模堪称巨大。

我们认为，巨大的投资规模背后，除了看好迪士尼资产带来的潜在回报外，还隐含了看重迪士尼能带动集团现有业务的发展。锦江系旗下有酒店、冷链物流、商务租车等多项业务，这些业务均与迪士尼存在潜在的客户关系。

## 迪士尼有望成为公司潜在业务的催化剂

迪士尼主题公园的开放，最直接的变化就是客流量的大幅增长。我们预计迪士尼开园的第一年客流量将会达到 1000 万人次左右，2-3 年后客流量有望达到 3000 万人次。庞大的客流量，有望带动衣食住行消费的显著提升。

从锦江投资的主营业务看，出租车、商务租车和冷链物流业务，都可能受益于迪士尼主题公园的开放。

（1）出租车业务受益客流量提升，司机受益更多。

锦江出租拥有出租顶灯车、出租面包车 5000 余辆，在机场、车站、码头、高档宾馆设立调度站点 30 余个，在上海市场占有率排名前五。公司出租车业务，采取的是收取管理费的商业模式，相对比较稳定。迪士尼带来客流量的增加有利于司机用车效率的提升，但并不直接影响出租车公司的收入。

（2）商务租车涉及旅游专车等服务，可能显著受益。

公司的商务租赁和旅游大客车业务在上海处于龙头地位，业务主要由锦江商旅和锦江外事提供。公司商务租车业务在上海市中高端市场占据垄断地位，共有约 3500 辆车，有望受益迪士尼旅游专线或旅游包车服务。

（3）冷链物流业务直接对接餐饮需求。

锦江投资旗下冷链物流业务主要由锦江低温开展，主要提供冷藏冷冻和配送运输服务。公司具有冷库规模优势和丰富的冷库管理经验，旗下有吴泾、吴淞等低温仓库，总容量超过 11 万吨，约占上海市低温仓库总量 20%。公司在低温仓储业有较强的竞争优势。近年来冷库维持高利用率运行，加之公司在低温物流领域具有丰富的管理经验，因而低温物流业务近年来持续高毛利率走势。预计上海未来较大的冷链需求和公司的冷库规模扩张会给公司低温业务带来新机遇。公司专业的冷链物流服务能力有助于公司获得迪士尼餐饮服务需求。

从我们的测算弹性看，预计 2016 年迪士尼将开始为公司贡献业绩，增厚约在 10%-51%。主要基于以下假设：

（1）假设迪士尼 2015 年完成服务需求的招投标工作，2016 年开始贡献收入。

（2）假设公司可获得迪士尼相关业务收入 2-10 亿元左右，利润增厚在 10-51%。收入规模并不好直接判断，取决于迪士尼相关收入和公司中标程度，我们取假设区间测算盈利增厚弹性。2-10 亿元的假设偏保守，仅相当于整个迪士尼投资规模的 1% 不到。

表 2：迪士尼业务增厚业绩区间在 10-51%

收入增加假设	2 亿元	3 亿元	5 亿元	10 亿元
收入增厚	9%	13%	21%	43%
利润增厚	10%	15%	25%	51%

资料来源：中信证券研究部测算

## 移动用车业务带来新机遇

2013 年是移动用车 O2O 元年，滴滴打车和快的打车的迅速崛起，改变了很多人的生活习惯。2014 年，滴滴打车和快的打车又将创新推进到专车领域。这符合我们 2014 年 3 月 18 日发布的《移动用车行业互联网专题研究—移动用车 O2O 兴起，出租行业面临变革》中的观点。O2O 进程可以提升车辆使用效率，并提供增值业务，实现现金流增长。拥有大规模车辆资产的公司价值，有望得到重估。我们认为，锦江汽车具备 O2O 转型的优势，同时也正在积极尝试转型，与互联网的结合将为公司带来发展新机遇。

### 车辆资源雄厚，具备形成规模网络的能力

在移动用车 O2O 发展过程中，车辆是基础资产。锦江汽车车辆规模庞大，具备形成规模网络的能力。

公司拥有大中小各类车辆 1 万余辆。其中出租车五千余辆，各类豪华大型客车近 1500 辆。其中，公司高端客车和大中型客车数量业内领先，优势显著。如果线下车辆网络能够通过软件与线上用户形成 O2O 闭环，则将全面提升车辆的价值。

### 主动“触网”，互联网前瞻性思维显现

#### （1）锦江电子商务平台助力线上商务租车

锦江电子商务平台提供 24 小时线上租车业务。一方面，平台提高了车辆使用效率；另一方面，主动搭建网上交易平台显示了公司在互联网拓展方面的思考。

#### （2）手机召车系统引领 O2O 潮流

2012 年 12 月，锦江出租车“手机召车”系统正式推出，5200 余辆出租车提供自助叫车服务，提高了现有车辆的调派效率。2014 年上半年，公司出租车电调平台也通过主动协调、接轨“滴滴”、“快的”打车软件，推进移动用车联动发展。

图 3：锦江汽车手机召车系统



资料来源：公司网站、中信证券研究部

### 移动用车空间来自商务租车领域

公司庞大的车辆规模和互联网思维为 O2O 创造了条件，未来有望牵手移动用车平台，引发汽车业务的重估。

在公司出租车业务与滴滴打车、快的打车等热门召车平台合作后，公司商务租车业务也有望与滴滴专车、一号专车、易到用车、Uber 等商务车租赁平台合作，通过移动应用软件将线下的基础车辆资源连接起来，为线上用户提供服务，形成闭环。

这样的改造将带来使用效率的提升，现金流的增长。从国外的使用经验看，在高端用车市场，使用移动用车应用车辆的使用效率比普通车辆高出三倍以上。O2O 进程可能会引发市场对锦江汽车的重估。

2013 年，锦江汽车贡献公司扣非后净利润达 88%。简单测算，假设移动用车变革提升锦江汽车使用效率达 50%，扣除出租车份额，预计可提升净利 25%。锦江投资的业绩弹性超过 20%。

图 4：O2O 带来车辆业务新机遇



资料来源：中信证券研究部

## 锦江系国企改革持续推进

### 锦江集团被划分为国企改革竞争类企业

国企改革将是 2015 年的重要投资主线。此次改革中，国企资源丰富、实力雄厚的上市竞争类企业将是改革的先锋。市场资源配置的增加和公司治理结构的改善将是竞争类企业改革的主线。

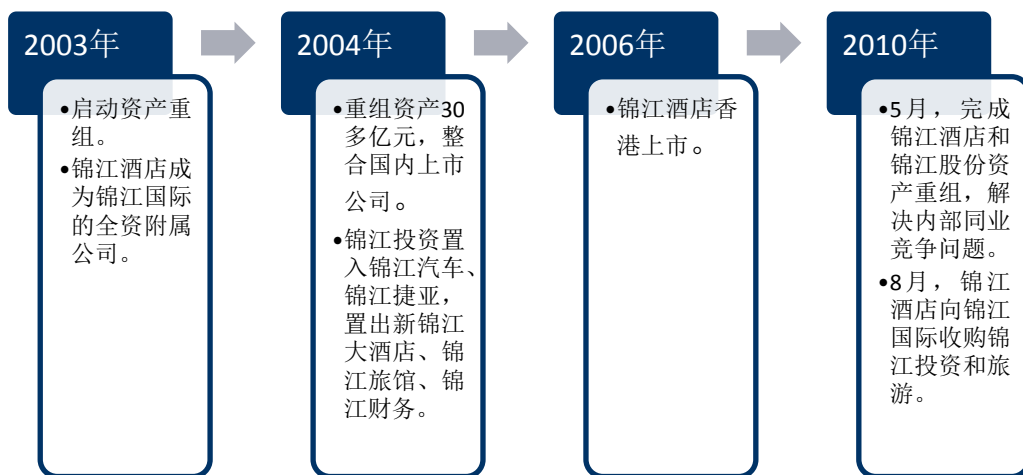
锦江集团被划为竞争类企业，市场化将成为锦江集团的改革重点，经济效益将是集团追求的主要目标。

事实上，2003 年开始，锦江集团就已经开始着手推进国企改革，资产整合是其践行的主要路径。

2003 年，锦江集团启动资产重组。2004 年，集团重组资产 30 多亿元，整合三家国内上市公司，打造核心产业资本运营平台。2006 年末，锦江酒店在香港上市成功。2010 年 5 月，集团完成锦江酒店（H 股）和锦江股份（AB 股）资产重组，基本解决内部同业竞争问题。H 股的锦江酒店主营高星级酒店业务，而 A 股的锦江股份是经济型酒店业务。

2010 年 8 月，锦江酒店向控股股东锦江国际收购锦江投资 38.54% 的股权以及锦江旅游 50.21% 的股权。至此，锦江酒店将原先的酒店业务拓展至客运物流和旅游代理等上下游产业。锦江系旗下上市公司的主业合作效率得到最大化。

图 5：“锦江系”历史国资改革示意图



资料来源：公司公告、中信证券研究部

未来，资产整合、减少行政干预、推行股权激励制度、引入战略投资者、鼓励市场化用人制度，都可能成为锦江集团的改革途径。

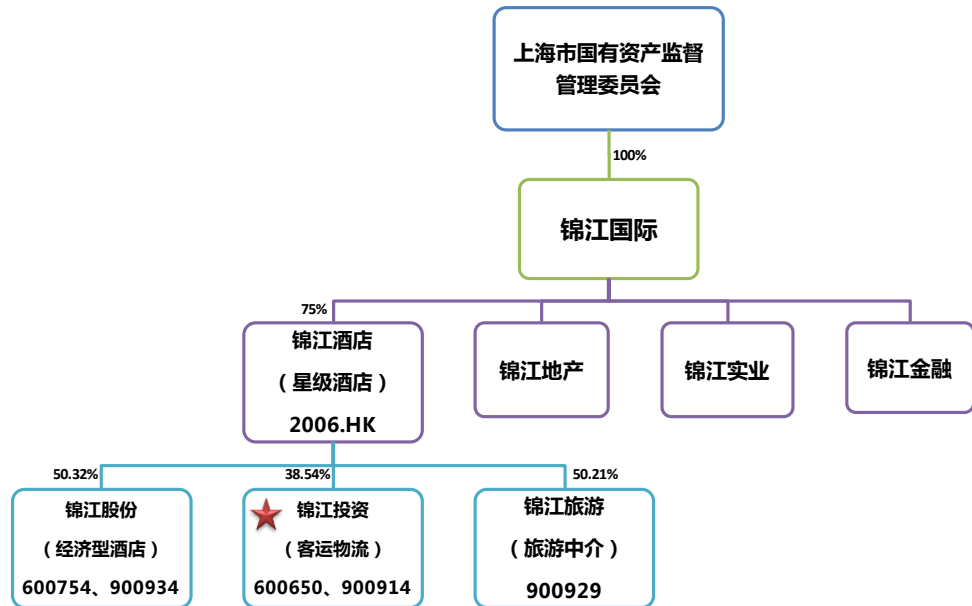
### 公司是“锦江系”旗下两家 A 股上市公司之一

锦江投资前身系新锦江大酒店，2004 年锦江集团重大资产重组后，公司主营业务转为交通运输、仓储行业。公司主要经营车辆营运、物流仓储等相关业务，是“锦江系”三大核心产业（锦江酒店、锦江客运物流、锦江旅游）之一。



锦江投资是锦江集团在 A 股的两家上市公司之一，在锦江集团战略规划中的重要性不言而喻。

图 6：“锦江系”版图——锦江投资是锦江集团三大核心业务之一



资料来源：公司公告、中信证券研究部

其中，锦江股份已经陆续完成引入战略投资者、并购等多项动作。我们推测，锦江系国企改革将持续推进，锦江投资作为锦江系旗下的投资平台，有望获得改革契机。

## 锦江投资有望受益国企改革

作为锦江集团的三大核心业务之一，锦江投资也有望从集团国企改革中受益。我们注意到，锦江集团旗下另一家 A 股上市公司锦江股份，已经完成战略投资者的引进。这是锦江集团实质推动国企改革的重要标志，我们认为锦江投资也存在一定国企改革预期。

### 集团层面

锦江集团或将进行多方面的改革举措。毫无疑问，这些举措将整个集团推向更市场化的方向，因而集团旗下各子公司均将从中受益，包括锦江投资。我们将可能进行的改革罗列如下：

（1）公司治理方面，市场化选聘和激励机制可能会择机推出。在诸如锦江集团的竞争类企业中，国企领导层副职人员将逐步由董事会选聘，任期契约制将得到落实。同时董事会成员中外部董事成员的比例也会加大。公司治理的完善将由上而下全面提升公司的经营效率，作为下属企业的锦江投资将从中获益。

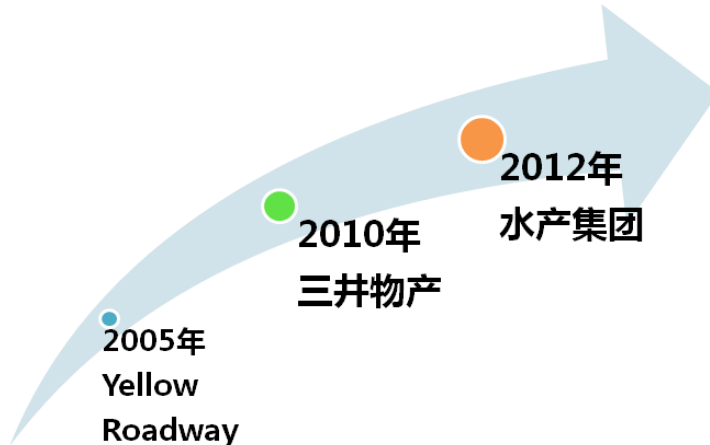
（2）行政干预或将减少，淡马锡模式可能得到推行。行政干预的减少将大大增强集团的自主性，领导班子将更有动力发挥主观能动性。

（3）集团层面的资产整合或将继续进行。集团旗下相互关联的资源或将得到进一步整合，各业务的优势将集中，协同优势将增大。

## 公司层面

（1）引入战略投资合作者。纵观公司历史，我们发现，公司具备发现优秀战略投资者的眼光，以及与战略投资者融洽发展的能力。因而，顺应市场化的导向，公司未来有可能继续选择合适的战略投资者进行合作，取长补短。

图 7：锦江投资战略投资合作者



资料来源：公司公告、中信证券研究部

（2）存在一定资产整合预期。提高国有资产证券化比例，一直是上海市国资推动的主要目标。集团目前持有上海申迪（集团）有限公司 25% 股权，投资规模超过 51 亿元。后者是上海迪士尼乐园的中方股东（持股比例达 57%）。未来发展过程中，不排除公司与集团加强迪士尼合作或者资产整合的可能。

表 3：集团目前持有的相关资产

单位名称	持有股权比例
上海申迪（集团）有限公司	25%
上海锦江汽车服务有限公司	5%
新天天低温物流有限公司	37%
锦海捷亚物流管理公司	21.66%

资料来源：公司网站、公司公告、中信证券研究部

## 从分拆角度看估值空间

### 公交和物流板块估值水平一直偏高

锦江投资主营业务主要是汽车运营和冷链物流，分别属于公交和物流板块。从公交和物流板块的历史估值水平看，基本上处于较高水平。由于估值处于高位有持续性，我们认为也反映了一定的估值逻辑。

（1）公交板块：潜在资产重组或改革预期，支撑公司高估值。统计公交板块上市公司业绩，平均每年增速约在 10% 左右。仅从业绩上看，并不能支持连续的 30 倍左右的高估值水平。由于公交行业比较特殊，部分资产属于公益性质，存在资产置换或改革预期，这也是支撑公交板块高估值的重要因素。

（2）物流板块：行业空间大市值小，支撑高估值。过去几年来，物流公司的业绩表现是有分化的。部分物流公司的业绩成长与估值是匹配的。同时，在电商快速发展的背景下，物流作为核心要素，也支撑板块具备高估值水平。

表 4：公交板块估值水平普遍超过 30 倍

公司	2012	2013	2014E	2015E
南京中北	21.4	24.0	19.9	21.7
申通地铁	36.5	39.5	43.1	43.1
强生控股	47.1	50.6	45.9	41.0
大众交通	41.6	39.7	36.7	28.6
海博股份	33.2	31.1	27.6	24.6
锦江投资	46.6	36.6	39.7	35.2
富临运业	31.0	37.8	21.6	21.3
江西长运	23.3	22.0	24.8	25.9
平均估值	35.1	35.2	32.4	30.2

资料来源：除锦江投资、大众交通外，其余采用 wind 一致预期，中信证券研究部

表 5：物流板块估值水平普遍超过 30 倍

公司	2012	2013	2014E	2015E
中储股份	29.6	33.1	32.0	29.1
保税科技	56.3	61.0	41.9	33.3
外运发展	27.5	22.9	20.5	17.7
瑞茂通	30.9	25.1	22.4	18.9
飞力达	20.6	39.0	47.5	37.7
澳洋顺昌	50.4	56.1	38.2	33.8
怡亚通	135.6	84.9	67.1	52.5
三泰电子	186.4	122.0	77.1	47.8
锦江投资	46.6	36.6	40.0	35.5
平均估值	64.9	53.4	42.9	34.0

资料来源：Wind、中信证券研究部预测

锦江投资主营业务中，汽车运营属于公交板块，冷链物流属于物流板块，均具备高估值的内在逻辑。

## 从分拆角度看公司估值空间

公司主要资产可以划分为主业资产、国泰君安股权和账面现金。不同资产属性不同，可以通过分拆方式进行估值，确定公司的估值空间。

（1）公司主业资产主要包括出租车、商务租车和冷链物流相关资产。主业资产分别属于公交和物流板块，结合公交和物流板块平均估值水平，可以给予 35 倍 PE。迪士尼业务由于具备较强成长性，给予 50 倍估值水平。

（2）公司持有 1.014% 国泰君安股权。预计国泰君安上市后将成为继中信证券、申万宏源、海通证券之后的第四大券商。按照目前券商股估值水平，假设国泰君安上市后市值在 2000 亿元左右，摊薄后公司持股价值约 16.2 亿元。

（3）公司账面现金超过 8 亿元。由于公司财务费用体现为正收益，可以给与账面现金 1 倍 PB 估值，即 8 亿元。

表 6：锦江投资分拆估值

分拆估值	估值方法	持股价值（亿元）
1.014%国泰君安股权	可比券商估值	16
账面现金	1 倍 PB	8
传统业务盈利	可比公司 35 倍估值	82
迪士尼业务盈利	50 倍估值	13
合计		119

资料来源：Wind、中信证券研究部

按照以上分拆估值方法，公司实际价值为 119 亿元，对应目标价 21.6 元。

## 风险因素

### 1) 国企改革低于预期

锦江系公司国企改革，未带来公司实质变化。

### 2) 迪士尼业务拓展低于预期

迪斯尼所带来的需求不足，或公司未获得迪士尼相关业务。

## 盈利预测及估值

从公司主营业务看，出租车业务主要提供稳定盈利，基于商务租赁的移动用车发展和冷链物流发展，为公司盈利提供向上弹性。基于谨慎原则，假设公司车辆运营收入 2014-16 年同比增长 3%/5%/8%，低温物流业务同比增长 3%/10%/10%。其中，低温物流主要考虑新增冷库带来的效应。维持公司 2014-16 年净利润分别为 2.17/2.45/2.96 亿元、EPS 为 0.39/0.44/0.54 元的预测，对应 PE 估值为 43.2/38.3/31.7 倍。

结合行业内普遍的估值水平，我们采取分部估值方法，分别对公司主业、迪士尼业务、国泰君安股权和账面现金进行估值，公司实际估值为 119 亿元，上调目标价至 21.6 元。考虑到“锦江系”国企改革和“迪士尼”潜在业务催化，维持“买入”评级。

表 7：锦江投资盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,026	2,089	2,192	2,333	2,523
增长率 YoY %	5.51	3.11	4.94	6.45	8.12
净利润(百万元)	185	235	217	245	296
增长率 YoY%	-24.1	27.1	-7.7	13.0	20.8
每股收益(元)	0.33	0.43	0.39	0.44	0.54
毛利率%	19.83	20.07	20.65	21.67	23.67
净资产收益率%	8.72	10.59	9.51	10.42	12.12
市盈率	50.7	39.9	43.2	38.3	31.7
市净率	4.4	4.2	4.1	4.0	3.8

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 1 月 23 日收盘价

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,026	2,089	2,192	2,333	2,523
营业成本	1,624	1,669	1,739	1,827	1,925
毛利率	19.8%	20.1%	20.7%	21.7%	23.7%
营业税金及附加	11	12	25	27	29
营业费用	179	190	192	205	221
营业费用率	8.9%	9.1%	8.8%	8.8%	8.8%
管理费用	121	135	139	148	160
管理费用率	6.0%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%
财务费用	-4	-7	-13	-15	-17
财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
投资收益	131	204	157	165	174
营业利润	225	293	267	306	378
营业利润率	11.1%	14.0%	12.2%	13.1%	15.0%
营业外收入	41	39	40	40	40
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	266	332	306	346	417
所得税	38	56	44	50	60
所得税率	14.2%	16.7%	14.5%	14.5%	14.5%
少数股东损益	43	42	45	51	61
归属于母公司股东的净利润	185	235	217	245	296
净利率	9.1%	11.2%	9.9%	10.5%	11.7%
每股收益(元)(摊薄)	0.33	0.43	0.39	0.44	0.54

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	185	235	217	245	296
少数股东损益	43	42	45	51	61
折旧和摊销	254	251	288	328	368
营运资金变动	17	-20	37	5	7
其他	-188	-249	-175	-185	-196
经营现金流	311	258	412	443	535
资本支出	0	0	-322	-322	-322
投资收益	137	115	157	165	174
资产变卖	52	89	8	8	8
其他	-210	-153	0	0	0
投资现金流	-21	51	-156	-148	-140
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	-16	-3	-3	-3
股息支出	-127	-143	-143	-161	-195
其他	-74	4	1	3	5
融资现金流	-201	-155	-145	-162	-193
现金净增加额	88	154	111	133	203

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	705	859	970	1,103	1,306
存货	80	109	95	100	105
应收账款	59	65	59	63	68
其他流动资产	77	82	102	107	113
流动资产	921	1,115	1,226	1,372	1,592
固定资产	907	963	1,010	1,017	984
长期股权投资	808	786	795	804	813
无形资产	302	302	289	277	265
其他长期资产	161	158	144	130	116
非流动资产	2,178	2,209	2,238	2,228	2,179
资产总计	3,099	3,323	3,464	3,601	3,771
短期借款	45	29	26	23	21
应付账款	95	95	98	103	108
其他流动负债	527	572	607	621	639
流动负债	667	696	731	747	768
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	128	127	126	124
非流动性负债	64	128	127	126	124
负债合计	731	824	858	873	892
股本	552	552	552	552	552
资本公积	442	433	421	409	397
股东权益合计	2,118	2,218	2,280	2,351	2,440
少数股东权益	250	282	327	377	438
负债股东权益总计	3,099	3,323	3,464	3,601	3,771

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	5.5%	3.1%	4.9%	6.4%	8.1%
营业利润	-24.8%	-30.4%	-9.0%	14.9%	23.4%
净利润	-24.1%	27.1%	-7.7%	13.0%	20.8%
利润率 (%)					
毛利率	19.8%	20.1%	20.7%	21.7%	23.7%
EBIT Margin	4.5%	3.9%	4.4%	5.4%	7.4%
EBITDA Margin	16.8%	15.7%	17.5%	19.5%	22.0%
净利率	9.1%	11.2%	9.9%	10.5%	11.7%
回报率 (%)					
净资产收益率	8.7%	10.6%	9.5%	10.4%	12.1%
总资产收益率	6.0%	7.1%	6.3%	6.8%	7.8%
其他 (%)					
资产负债率	23.6%	24.8%	24.8%	24.2%	23.7%
所得税率	14.2%	16.7%	14.5%	14.5%	14.5%
股利支付率	68.7%	61.1%	65.9%	65.9%	65.9%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。