

# 2014 年盈利水平有望创历史新高

2014 年 3 月 25 日

## 投资要点

- ❖ **2013 年年报 EPS1.77 元，基本符合预期。**公司 2013 年实现营业收入 552.6 亿元，同比增长 20.8%，其中 Q4 单季收入同比增长 35%；实现归属于母公司所有者净利润 93.8 亿元，同比增长 48.7%，其中 Q4 单季同比大幅增长 68%；EPS 为 1.77 元，基本符合预期（1.79 元）。公司 2013 年扣非后净利润同比大幅增长 58%，明显高于扣非前利润增速，主要由于公司 2013 年大幅计提减值准备，此外政府补助亦明显下降。公司 2013 销售毛利率为 33.01%，同比显著提升 5.25pct；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.86%/4.34%/1.75%，同比分别下降 0.12/0.41/0.44pct。同时公司公告拟向全体股东每 10 股发放现金红利 3.15 元。
- ❖ **“销量大增+成本下行”助推业绩大幅增长。**公司 2013 年共实现水泥熟料综合销量 2.28 亿吨，同比大幅增长 21.95%，增速明显高于全行业需求增速 9.6%，主要是公司凭借强大的成本优势实现高于行业平均水平的产能运转率，市场份额持续扩张；公司 2013 年销售均价 238 元/吨，与 2012 年相比略有下降；但由于吨成本明显下降（主要是受益于煤炭价格下行），公司 2013 年吨毛利达到 79 元，同比提升 12 元/吨；吨净利润为 43 元，同比提升 8 元/吨。
- ❖ **华东华南价格有望高位企稳，全年边际供需将继续改善。**华东华南地区经历淡季 2-3 轮降价，目前价格基数仍处于高位（同比去年高出 80-100 元/吨）。3 月下旬以来，随天气好转，下游需求明显回升，企业库容比亦有所回落，后续华东华南地区水泥价格有望于目前高位企稳；未来较长一段时间内水泥行业新增供给压力将持续减轻，预计 2014 年新投放产能为 1.1 亿吨，或 3.5%，而且华东地区几无新增产能；同时考虑到节能减排、雾霾治理、矿山治理及落后产能淘汰等环保政策趋严后对供给端之收缩效应将逐渐显现，尽管全年需求增速将有所回落，但行业边际供需有望进一步改善。
- ❖ **公司成本优势显著，并购及海外扩张打开增长空间。**海螺水泥吨水泥生产成本低于行业平均水平 20-30 元/吨。强大的成本优势赋予公司更为灵活的销售策略，行业景气上行时公司可大幅提价赢得高毛利率，行业景气大幅下行时公司具有更为强大的抗风险能力；未来公司将显著受益于行业集中度的提升，后续公司可能的并购重组将成为其增长之新亮点。此外，公司国际化战略稳步推进，印尼项目已完成土建施工，印尼孔雀港粉磨站项目正式签约，此外越南、缅甸等国家亦是公司未来积极开拓之方向。
- ❖ **风险提示：**房地产投资增速大幅下滑，下游资金紧张导致需求不达预期等。
- ❖ **盈利预测及估值：**基于对区域水泥景气走势的判断，我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 2.32 元/2.62 元/2.93 元（原预测 2014/15 年 EPS 为 2.24/2.59 元），给予公司 2014 年 8 倍 PE，对应目标价 18.5 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	45766	55262	63745	71205	77521
增长率 YoY%	-0.1	20.7	15.4	11.7	8.9
净利润（百万元）	6308	9380	12288	13888	15501
增长率 YoY%	-0.5	48.7	31.0	13.0	11.6
每股收益 EPS（基本）（元）	1.19	1.77	2.32	2.62	2.93
毛利率%	27.8	33.0	35.3	35.5	36.0
净资产收益率 ROE%	12.9	17.9	20.1	19.4	18.6
PE	12	8	6	6	5
PB	1.6	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	10	7	5	4	3

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 3 月 24 日收盘价



## 买入（维持）

当前价：15.38 元

目标价：18.50 元

## 中信证券研究部

### 曾豪

非金属建材行业首席分析师

电话：20262107

邮件：zenghao@citics.com

执业证书编号：S1010511020001

### 邱友锋

非金属建材行业资深分析师

电话：20262123

邮件：qyf@citics.com

执业证书编号：S1010513080007

## 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	2158.8 点
总股本/流通股本	5299.3/3999.7 百万股
近 12 月最高/最低价	19.26 元/15.1 元
近 1 月绝对涨幅	4.34%
近 6 月绝对涨幅	-1.6%
今年以来绝对涨幅	-6.68%
12 个月日均成交额	386.51 百万元

## 相关研究

1. 海螺水泥（600585）2013 年业绩预增公告点评—业绩同比大幅增长，边际供需继续改善(2014-01-15)

## 目录

<b>业绩分析：销量大增及成本下行助推业绩大幅增长</b> .....	1
年报 EPS 1.77 元，业绩基本符合预期 .....	1
销量大增及成本下行助推业绩大幅增长 .....	1
<b>行业景气展望：华东华南价格有望高位企稳，行业边际供需继续改善</b> .....	2
<b>公司前景分析：成本优势显著，并购及海外扩张打开增长空间</b> .....	5
成本优势显著，最具抵御风险能力 .....	5
新建产能步伐放缓，并购及海外扩张将成后续增长新亮点 .....	5
<b>风险因素</b> .....	6
<b>盈利预测、估值及投资评级</b> .....	6
盈利预测假设 .....	6
盈利预测结论、估值及投资评级 .....	6

## 插图目录

图 1：公司历年水泥销量 .....	2
图 2：公司历年水泥销售均价及吨毛利 .....	2
图 3：我国历年水泥产量及增速 .....	2
图 4：房地产新开工面积及增速 .....	2
图 5：“十二五”主要指标下降幅度目标 .....	4
图 6：2013 年三季度 74 个城市空气质量级别 .....	4
图 7：河北石家庄爆破水泥厂 .....	4
图 8：京津冀重度雾霾 .....	4
图 9：企业吨水泥生产成本比较 .....	5
图 10：海螺水泥“T”型战略示意图 .....	5
图 11：公司历年水泥产能 .....	6
图 12：水泥行业集中度将大幅提升 .....	6

## 表格目录

表 1：公司 2013 年盈利情况拆解 .....	1
表 2：公司历年水泥熟料综合销量、均价、吨成本、吨毛利、吨净利情况 .....	2
表 3：2014 年水泥需求测算（绝对量/增速）的情景分析 .....	3
表 4：华东华南地区本轮水泥价格下调幅度及与 2013 年一季度价差 .....	3
表 5：河北石家庄雾霾治理对水泥行业采取的措施 .....	4
表 6：历年新增水泥产能、淘汰落后产能、新增水泥需求 .....	5
表 7：公司盈利预测关键假设表 .....	6

## 业绩分析：销量大增及成本下行助推业绩大幅增长

### 年报 EPS 1.77 元，业绩基本符合预期

公司 2013 年实现营业收入 552.6 亿元，同比增长 20.8%，其中 Q4 单季收入同比增长 35%；实现归属于母公司所有者净利润 93.8 亿元，同比增长 48.7%，其中 Q4 单季同比大幅增长 68%；EPS 为 1.77 元，基本符合预期（1.79 元）。公司 2013 年扣非后净利润同比大幅增长 58%，明显高于扣非前利润增速，主要由于公司 2013 年大幅计提减值准备，此外政府补助亦明显下降。

公司 2013 年销售毛利率为 33.01%，同比显著提升 5.25pct；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.86%/4.34%/1.75%，同比分别下降 0.12/0.41/0.44pct。同时公司公告拟向全体股东每 10 股发放现金红利 3.15 元（税后）。

表 1：公司 2013 年盈利情况拆解（单位：百万元）

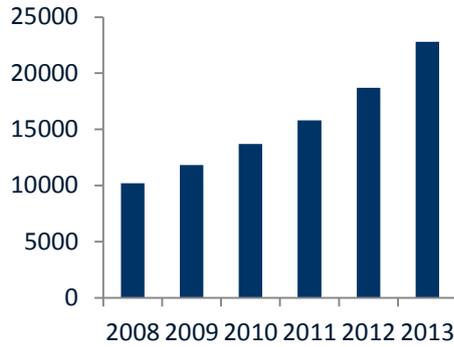
项目	2013 年	2012 年	变动幅度	重大变动原因
营业收入	55,261.68	45,766.20	20.75%	销量大幅增长
营业成本	37,018.08	33,061.92	11.97%	
毛利率	33.01%	27.76%	5.25%	
销售费用	2,684.50	2,279.77	17.75%	
销售费用率	4.86%	4.98%	-0.12%	
管理费用	2,395.77	2,173.05	10.25%	
管理费用率	4.34%	4.75%	-0.41%	
财务费用	968.51	1,002.06	-3.35%	
财务费用率	1.75%	2.19%	-0.44%	
资产减值损失	160.69	-0.08	-	公司为 2014 年底前将淘汰的生产设备计提减值准备 1.61 亿元
营业外净收入	888.59	1,072.01	-17.11%	政府补助减少
利润总额	12,631.27	8,087.82	56.18%	
所得税	2,819.81	1,625.59	73.46%	
有效所得税率	22.32%	20.10%	2.22%	
归属母公司股东的净利润	9,380.16	6,307.59	48.71%	

资料来源：公司年报，中信证券研究部整理

### 销量大增及成本下行助推业绩大幅增长

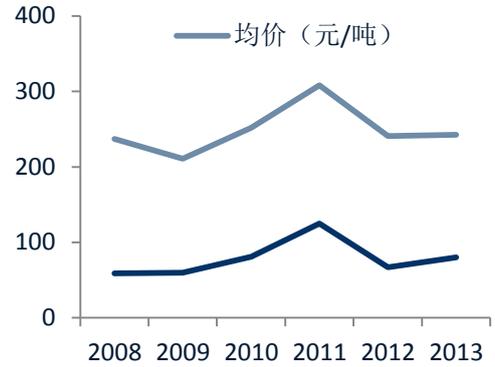
公司 2013 年共实现水泥熟料综合销量 2.28 亿吨，同比大幅增长 21.95%，增速明显高于全行业需求增速 9.6%，主要是公司凭借强大的成本优势实现高于行业平均水平的产能运转率，市场份额持续扩张；公司 2013 年销售均价 238 元/吨，与 2012 年相比略有下降。但由于吨成本明显下降（主要是受益于煤炭价格下行），其 2013 年吨毛利达到 79 元，同比提升 12 元/吨；吨净利为 43 元，同比提升 8 元/吨。

图 1：公司历年水泥销量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司历年水泥销售均价及吨毛利



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 2：公司历年水泥熟料综合销量、均价、吨成本、吨毛利、吨净利情况

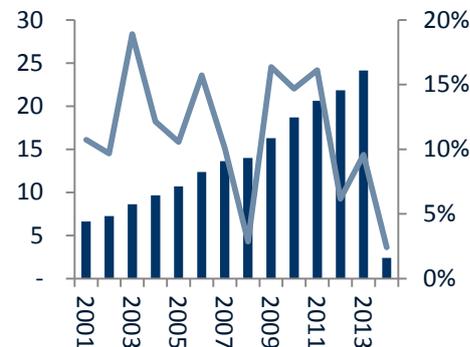
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
销量(万吨)	10206	11838	13700	15800	18700	22800
均价(元/吨)	237	211	252	308	241	238
吨成本(元)	178	151	171	182	174	158
吨毛利(元)	59	60	81	125	67	79
吨净利(元)	26	31	46	75	35	43

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 行业景气展望：华东华南价格有望高位企稳，行业边际供需继续改善

天气及春节因素致使 1-2 月水泥需求增速低于预期。2014 年 1-2 月全国水泥产量为 2.4 亿吨，同比仅增长 2.4%。前两个月水泥产量增速较低主要原因：一是春节较早导致前 2 月实际施工时间较短，二是雨水天气频繁影响施工。后续随天气情况好转及春节扰动因素消除，需求增速有望回升；1-2 月房地产新开工面积下滑 27%，且绝对规模下降到 2011 年及 2012 年以下，未来房地产投资面临“失速”风险。

图 3：我国历年水泥产量及增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部；2014 年截至 2 月底

图 4：房地产新开工面积及增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

预计 2014 年水泥需求增速将有所回落，但悲观预期下亦将保持 5%以上增长。中性预期下，我们假设 2014 年房地产投资同比增 16%，铁路/公路基建投资同比增长 0%，水泥需

求同比增长 6.8%（新增 1.62 亿吨）。悲观预期下，2014 年房地产投资增速降至 10%，水泥需求增速将回落至 5.3%（新增 1.25 亿吨）。

表 3：2014 年水泥需求测算（绝对量/增速）的情景分析

	房地产悲观预期			房地产中性预期			房地产乐观预期		
	公路投资情景一	公路投资情景二	公路投资情景三	公路投资情景一	公路投资情景二	公路投资情景三	公路投资情景一	公路投资情景二	公路投资情景三
铁路建设	10511	11834	13157	14140	15463	16786	20170	21493	22816
投资情景一	4.4%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.1%	8.5%	9.1%	9.6%
铁路建设	11216	12539	13862	14845	16168	17491	20875	22198	23521
投资情景二	4.7%	5.3%	5.8%	6.3%	6.8%	7.4%	8.8%	9.4%	9.9%
铁路建设	11921	13244	14567	15550	16873	18196	21580	22903	24226
投资情景三	5.0%	5.6%	6.1%	6.6%	7.1%	7.7%	9.1%	9.7%	10.2%

资料来源：中信证券研究部测算

**华东华南价格有望高位企稳。**自 2013 年 12 月下旬以来，受淡季需求下滑影响，华东华南多数区域水泥价格经历 2-3 轮价格下调，累计下调 30-50 元/吨，整体下调幅度在淡季正常范围之内，目前华东华南水泥价格仍较去年同期高 80-100 元/吨。进入 3 月中旬，随天气好转，下游工程陆续开工，水泥需求明显回暖，目前华东华南企业出货量均恢复至 7-8 成，库容比亦有所下降。后续随需求继续回升，价格有望在目前高位企稳。

表 4：华东华南地区本轮水泥价格下调幅度及与 2013 年一季度价差

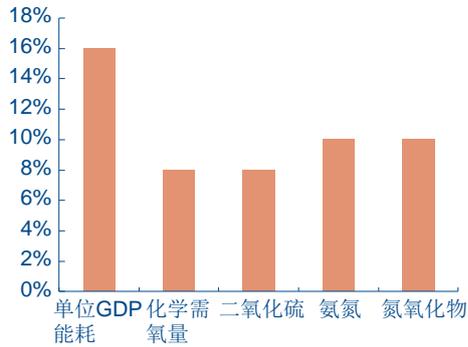
区域	省份	地区	下调次数	累计幅度	目前价格	13Q1 最低价	当前价与 2013 年一季度价差
华东	浙江	杭州	2	50	390	305	85
		金建兰	2	45			
		宁波沿海	1	40			
	江苏	南京	1	30	340	260	85
		苏锡常	1	30			
	华东	安徽	沿江熟料（巢湖）	4	80	260	190-200
合肥			1	20			
江西		巢湖	1	30	360	280	80
		南昌	3	75			
华东	江西	赣东北	3	75	345	280	65
		上海	1	30			
	上海	1	30	420	300	120	
华南	山东	济南	-1	10	350	330	20
	广东	珠三角（佛山、广州）	1	30	420	295	125
	广西	南宁	0	0	360	270	90

资料来源：卓创资讯，数字水泥网，中信证券研究部

**节能减排及雾霾治理倒逼水泥行业供应端收缩。**根据《节能减排“十二五”规划》，2015 年我国单位 GDP 能耗较 2010 年将下降 16%，氮氧化物等其他四种污染物下降 8-10%。根据环保部数据整体来看，一方面，分区域来看，截至目前西北和西南部分区域距离达成指标渐行渐远，今年已是“十二五”第四年，未来节能减排力度或将进一步加大；另一方面，分指标来看，2013 年我国氮氧化物削减目标为 3%，预计未来两年年均须下降 4.73%，完成指标压力较大。

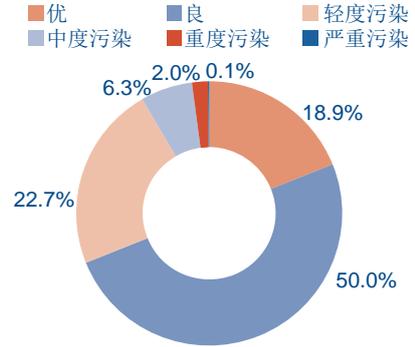
此外，近两年，我国华北、中东地区出现大范围雾霾，数百城市、上亿人口遭受侵袭。面对日益严峻的缓解压力，习近平总书记强调：决不以牺牲环境为代价去换取一时的经济增长，国家对环境治理态度十分坚决。2013 年 9 月，国务院印发治霾总指南——《大气污染防治行动计划》，简称大气污染防治“国十条”，要求到 2017 年，中国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比 2012 年下降 10%以上。

图 5：“十二五”主要指标下降幅度目标



资料来源：《节能减排“十二五”规划》，中信证券研究部

图 6：2013 年三季度 74 个城市空气质量级别



资料来源：国家环保部，中信证券研究部

水泥行业不仅是我国能耗大户，亦是国内 NOx 排放第三大来源，占比近 10%，“十二五”期间水泥熟料综合能耗和氮氧化物规划将分别下降 3 千克标准煤/吨和 20 万吨。我们认为，本届政府对于生态环保之重视程度将倒逼水泥行业去产能持续推进。以河北石家庄为例，2013 年 10 月以来，当地政府为推动雾霾治理，对水泥产能实施包括大规模强制限产、直接爆破拆除等手段，决心及力度均超出市场预期。

图 7：河北石家庄爆破水泥厂



资料来源：中国水泥网，中信证券研究部

图 8：京津冀重度雾霾



资料来源：中新网，中信证券研究部

表 5：河北石家庄雾霾治理对水泥行业采取的措施

时间	事件
2013 年 12 月	石家庄市举行淘汰水泥过剩产能、治理大气污染集中拆除启动仪式，对鹿泉市、平山县境内的 18 家水泥熟料企业的 19 台磨机、396 个圆仓和 1 条旋窑水泥熟料生产线同步拆除。
2013 年 10 月	10 月 15 日起除赞皇金隅和矿峰水泥（属于曲寨水泥）外，石家庄其余水泥熟料企业及粉磨站均要限产 5 个月
2013 年 10 月	《石家庄市削减 1500 万吨煤炭工作方案》要求，2017 年底前，水泥行业煤炭年消耗量将压减 126 万吨。2013 年底前，所有水泥粉磨站将全部关停。石家庄主导企业，金隅集团、曲寨集团和冀东水泥分别以 2012 年实际产量和产能为基准压减水泥产量，非采暖期将压减产量 20%，采暖期压减 60%。

资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

**2014 年行业边际供需将继续改善。**中性预期下，我们预计 2014 年行业新增需求约 1.62 亿吨，由于新增产能较少（中性预期下新增熟料产能仅为 0.73 亿吨，合计水泥产能 1.1 亿吨，**华东地区几无新增供给**），且环保政策趋严对节能减排、雾霾治理、落后产能淘汰均将有所催化从而进一步压缩产能供给，2014 年行业整体边际供需格局有望继续改善。

表 6: 历年新增水泥产能、淘汰落后产能、新增水泥需求（单位：万吨）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
新增产能	32022	39680	28800	25600	16383	11680
新增需求	22,898	23,898	19,521	17,000	23,035	16,200
边际供需比	1.40	1.66	1.48	1.51	0.71	0.72

资料来源：国家统计局，数字水泥网，中信证券研究部整理并预测

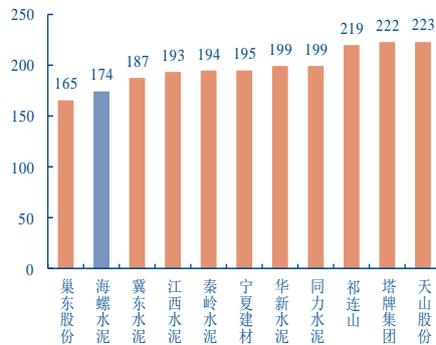
## 公司前景分析：成本优势显著，并购及海外扩张打开增长空间

### 成本优势显著，最具抵御风险能力

海螺水泥吨水泥生产成本较行业平均水平低 20~30 元/吨，其成本优势主要来源于三个方面的因素：一、规模经济，公司年水泥产量在 1.8 亿吨以上，借助产量规模摊薄单位产量生产成本；二、“T”型战略，即在长江沿岸矿石资源丰富的地方建设大型熟料生产基地，在无资源但有市场的地区低成本收购小水泥厂并改造成水泥粉磨站，就地生产水泥最终产品，显著降低运输成本；三、生产设备及技术管理优势。

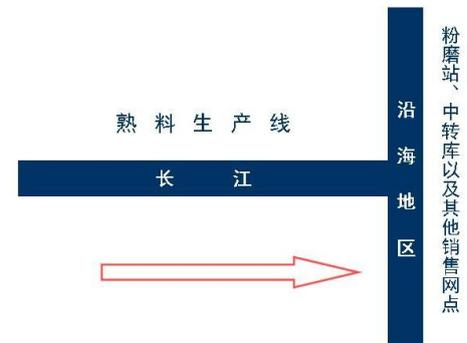
强大的成本优势赋予公司更为灵活的销售策略，行业景气上行时，公司可大幅提价赢得高毛利率；行业景气大幅下行时，公司具有更大的价格下调空间，通过跑量赢得市场份额。因此与相对高成本的竞争对手相比，在行业景气下行周期，公司具有更强的抵御风险能力。

图 9: 企业吨水泥生产成本比较（单位：元/吨）



资料来源：相关公司 2012 年年报，中信证券研究部

图 10: 海螺水泥“T”型战略示意图



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

### 新建产能步伐放缓，并购及海外扩张将成后续增长新亮点

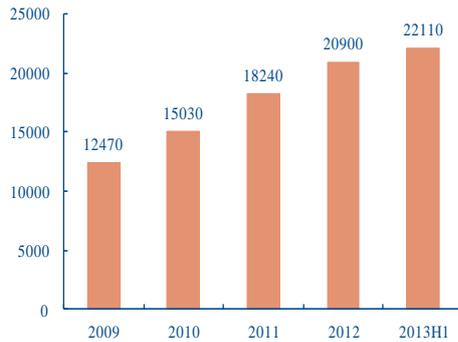
在经历前几年快速内生式增长后，目前公司总产能 2.31 亿吨（熟料产能达 1.95 亿吨）。近年来受行业产能抑制政策影响，公司前期的内生增长步伐已大为放缓。预计 2014 年公司资本支出 85 亿元，全年新增熟料产能仅 1900 万吨，新增水泥产能 3000 万吨。

然而内生增长模式的放缓并不意味着公司成长已然止步，公司“十二五”水泥和熟料目标产能为 3 亿吨，为完成目标需要年新增 3000 万吨以上产能。《建材工业“十二五”发展规划》提出要大力提高水泥行业集中度，支持优势企业跨地区、跨行业、跨所有制实施联合重组，到 2015 年末，力争水泥企业数比 2010 年减少三分之一，水泥行业前 10 家企业生产集中度由 2010 年的 25% 提高到 2015 年的 35%。《2030 年中国建材工业“创新提升、超越引领”发展战略》提出 2020 年我国前 10 家水泥企业生产集中度达到 60%。公司作为全

国水泥行业龙头企业，未来将显著受益于行业集中度的提升，后续公司的并购重组动作将成为其增长之新亮点。西南及西北部分地区将是公司外延式扩张之重点战略区域。

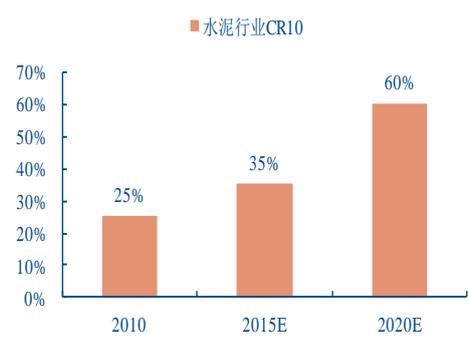
此外，公司国际化战略稳步推进，境外投资建设的首个项目—印尼南加海螺水泥项目的一期工程 3200t/d 熟料生产线已完成土建施工，并全面进入设备安装高峰期，印尼孔雀港粉磨站项目正式签约，此外越南、缅甸等东南亚国家亦是公司未来开拓的方向。

图 11：公司历年水泥产能（单位：百万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：水泥行业集中度将大幅提升



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

## 风险因素

房地产投资增速大幅下滑，下游资金紧张导致需求不达预期等。

## 盈利预测、估值及投资评级

### 盈利预测假设

基于对区域景气水泥景气走势的判断，我们对公司产品销量、均价以及毛利率等假设如下表。

表 7：公司盈利预测关键假设表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销量(万吨)	18700	22800	25600	28160	30412
均价(元/吨)	241	238	243	247	253
吨毛利(元)	67	79	85	87	90

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

### 盈利预测结论、估值及投资评级

基于上述关键假设，我们预测公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 2.32 元/2.62 元/2.93 元（原预测 2014/15 年 EPS 为 2.24/2.59 元），给予公司 2014 年 8 倍 PE，对应目标价 18.5 元，维持“买入”评级。

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	45,766	55,262	63,745	71,205	77,521
营业成本	33,062	37,018	41,240	45,939	49,614
毛利率	27.76%	33.01%	35.30%	35.48%	36.00%
营业税金及附加	241	297	319	356	388
营业费用	2,280	2,685	3,124	3,489	3,799
营业费用率	4.98%	4.86%	4.90%	4.90%	4.90%
管理费用	2,173	2,396	2,741	3,062	3,333
管理费用率	4.75%	4.34%	4.30%	4.30%	4.30%
财务费用	1,002	969	786	778	727
财务费用率	2.19%	1.75%	1.23%	1.09%	0.94%
投资收益	4	-3	5	5	5
营业利润	7,016	11,743	15,537	17,588	19,669
营业利润率	15.33%	21.25%	24.37%	24.70%	25.37%
营业外收入	1,096	914	1,033	1,136	1,227
营业外支出	24	25	26	27	28
利润总额	8,088	12,631	16,543	18,697	20,868
所得税	1,626	2,820	3,689	4,169	4,653
所得税率	20.10%	22.32%	22.30%	22.30%	22.30%
少数股东损益	155	431	566	639	713
归属于母公司股东的净利润	6,308	9,380	12,288	13,888	15,501
净利率	13.78%	16.97%	19.28%	19.50%	20.00%
每股收益(元)(摊薄)	1.19	1.77	2.32	2.62	2.93

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	6,308	9,380	12,288	13,888	15,501
少数股东损益	155	431	566	639	713
折旧和摊销	3,276	3,574	2,814	2,939	3,064
营运资金变动	860	748	-3,083	-1,021	-844
其他	911	1,065	813	771	719
经营现金流	11,509	15,199	13,398	17,217	19,153
资本支出	-6,815	-7,562	-2,969	-3,406	-3,406
投资收益	24	0	5	5	5
资产变卖	27	44	-30	-30	-30
其他	-1,706	-4,959	8	8	8
投资现金流	-8,470	-12,476	-2,986	-3,423	-3,423
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	953	-1,614	328	0	0
股息支出	-3,098	-2,725	-2,458	-2,778	-3,100
其他	-526	49	-786	-778	-727
融资现金流	-2,671	-4,289	-2,916	-3,556	-3,827
现金净增加额	368	-1,567	7,496	10,238	11,903

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	8,234	11,256	18,752	28,991	40,894
存货	4,039	3,693	4,948	5,512	5,953
应收账款	230	359	306	341	372
其他流动资产	10,626	9,317	14,224	15,815	17,172
流动资产	23,129	24,624	38,230	50,659	64,390
固定资产	49,296	51,527	50,745	50,637	50,404
长期股权投资	2,117	2,372	2,372	2,372	2,372
无形资产	5,110	6,048	6,986	7,361	7,736
其他长期资产	7,871	8,523	8,583	8,843	9,103
非流动资产	64,394	68,470	68,685	69,212	69,615
资产总计	87,524	93,094	106,915	119,872	134,005
短期借款	996	472	800	800	800
应付账款	5,137	3,852	6,186	6,891	7,442
其他流动负债	8,389	10,221	10,956	11,458	11,926
流动负债	14,521	14,545	17,942	19,149	20,168
长期负债	5,612	3,732	3,732	3,732	3,732
其他长期负债	16,214	16,052	16,052	16,052	16,052
非流动性负债	21,826	19,784	19,784	19,784	19,784
负债合计	36,347	34,329	37,726	38,933	39,952
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	11,141	10,273	10,273	10,273	10,273
股东权益合计	48,904	56,146	65,977	77,087	89,488
少数股东权益	2,275	2,647	3,213	3,852	4,565
负债股东权益总计	87,524	93,094	106,915	119,872	134,005

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	-5.9	20.7	15.4	11.7	8.9
营业利润	-53.1	67.4	32.3	13.2	11.8
净利润	-45.6	48.7	31.0	13.0	11.6
利润率 (%)					
毛利率	27.8	33.0	35.3	35.5	36.0
EBIT Margin	17.5	23.3	25.6	25.8	26.3
EBITDA Margin	24.7	29.8	30.0	29.9	30.3
净利率	13.8	17.0	19.3	19.5	20.0
回报率 (%)					
净资产收益率	12.9	17.9	20.1	19.4	18.6
总资产收益率	7.4	10.7	12.7	12.6	12.6
其他 (%)					
资产负债率	41.5	36.9	35.3	32.5	29.8
所得税率	20.1	22.3	22.3	22.3	22.3
股利支付率	21.0	19.8	20.0	20.0	20.0

## 分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(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。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

### 一般性声明

本报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，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或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构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，中信证券的董事、高级职员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引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2014 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监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。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；	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 5%~20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅；	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1668 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

#### Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。