

海鸥卫浴 (002084.SZ)

家用轻工行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格(人民币)：11.69元

掘金定制整装卫浴蓝海市场

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	406.06
总市值(百万元)	5,334.34
年内股价最高最低(元)	15.25/7.59
沪深300指数	3269.59
深证成指	10852.21



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.10	0.10	0.12	0.14	0.21
每股净资产(元)	1.96	2.44	2.52	3.89	4.03
每股经营性现金流(元)	0.38	0.40	0.10	0.03	0.04
市盈率(倍)	92	131	95	82	56
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	58	73	73
净利润增长率(%)	1.97%	12.13%	21.99%	37.04%	45.92%
净资产收益率(%)	5.16%	4.14%	4.89%	3.65%	5.15%
总股本(百万股)	406.06	456.32	456.32	542.82	542.82

来源：公司年报、国金证券研究所 注：市盈率以2016年3月4日收盘价计算

投资逻辑

- **全球知名高档卫浴产品制造供应商。**公司是目前国内最大的高档水龙头、卫浴五金产品制造服务供应商之一，销售网络涵盖欧洲、美洲及亚洲市场，主要客户包括全球顶级卫浴品牌商。目前海外市场仍为公司的主要收入来源，占比85%。公司自2012年积极转型，在加速发展整组卫浴产品业务的同时向住宅节能和工业节能领域拓展。
- **携手齐家网积极推进电商渠道。**公司与齐家网形成交叉持股结构，并签署战略合作协议，合力开发定制整装卫浴空间业务。公司可以借力齐家网进行互联网业务拓展，实现OTO运营模式。
- **布局智能家居领域，子公司获批在新三板挂牌。**子公司“爱迪生”致力于国内外节能产品市场，全面拓展热改项目市场，完善供暖计费系统和通断时间面积法热计量系统的应用开发。日前，爱迪生已收到全国股转系统批复，将在新三板挂牌协议转让。
- **进军定制家居蓝海市场：定制整装卫浴。**整装卫浴采取工业化生产及干法施工方式，可以有效解决目前卫浴空间的现场施工工期长、能耗高、污染大、无品质保证、易渗漏等痛点。目前整装卫浴在我国发展尚处于起步阶段，对比日本，整装卫浴在日本酒店领域的普及率已达90%以上，在住宅领域的普及率也超过70%，随着我国住宅产业化程度提高及居民住宅质量要求提升，整装卫浴也将成为必然发展趋势。本次非公开发行募集资金主要用于收购苏州有巢氏、建造定制整装卫浴空间项目同时进行营销推广。募投项目完成后，公司将成为产品链涵盖“水龙头等卫浴产品加工—卫浴品牌产品—整装卫浴制造—酒店、住宅等终端客户”的完整生产能力的企业。

估值和投资建议

- 公司是高档卫浴产品制造龙头企业，我们看好公司进入定制整装卫浴市场的前景。我们预计公司2016-2018年EPS为0.12/0.14/0.21元/股，对应PE分为95/82/56倍，首次给予“增持”评级。

风险

原材料价格波动风险、汇率波动风险、募集资金运用风险

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

内容目录

估值及投资评级	3
公司概况：高端卫浴产品制造服务供应商，积极转型定制整装卫浴	3
由传统卫浴产品代工向“双主业”转型	5
风险因素	7
原材料价格波动风险	7
汇率波动风险	7
募集资金运用风险	7
盈利预测	7
关键假设	7
盈利预测	7

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	3
图表 2：海鸥卫浴 2015 年主营收入分解	4
图表 3：海鸥卫浴历史营运表现	4
图表 4：海鸥卫浴 2015 年营业利润分解	4
图表 5：海鸥卫浴近年盈利表现	4
图表 6：海鸥卫浴近年经营效率	4
图表 7：海鸥卫浴近年现金流和盈利能力	4
图表 8：海鸥卫浴主营收入地区分布	5
图表 9：海鸥卫浴全球营销网络	5
图表 10：有限服务酒店数量逐年递增	6
图表 11：我国房屋年度销售面积及竣工面积情况	6
图表 12：海鸥卫浴 2016 年非公开发行股票募投项目	6
图表 13：海鸥卫浴盈利预测	7

估值及投资评级

- 首次覆盖给予“增持”评级。公司是高档卫浴产品制造龙头企业，我们看好公司进入定制整装卫浴市场的前景。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.12/0.14/0.21 元/股，对应 PE 分为 95/82/56 倍，首次给予“增持”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E			
603268	松发股份	51.58	45.39	0.45	0.57	0.70	0.80	33	90	74	65	8.2	20.9	5.5
002790	瑞尔特	50.70	81.12	1.29	0.95	1.08	1.23	11	53	47	41	0.0	(1.7)	(23.7)
002798	帝王洁具	72.46	62.59	0.82	0.67	0.72	0.94	18	108	101	77	0.0	4.6	19.3
603021	山东华鹏	48.42	59.58	0.52	0.56	0.86	0.95	28	86	56	51	0.0	22.3	4.2
	平均							23	84	69	59	2.0	11.5	1.3
	中值							20	85	63	55	0.0	8.0	2.7
002084	海鸥卫浴	11.69	53.34	0.10	0.12	0.14	0.21	116	95	82	56	4.6	27.0	4.3

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2016 年 3 月 4 日收盘价计算

公司概况：高端卫浴产品制造服务供应商，积极转型定制整装卫浴

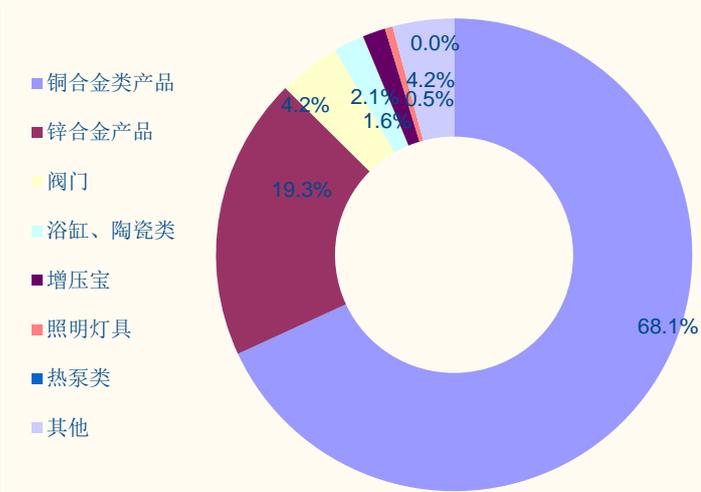
公司沿革：海鸥卫浴创立于 1998 年，总部位于广州番禺。公司生产高档水龙头零组件、排水器、温控阀及浴室配件等，是摩恩和科勒等多家全球顶级品牌商的重要供应基地和首选供应商，产品销往欧洲、美洲和亚洲市场。

管理层简介：公司现任董事长为唐台英先生，中国台湾籍。现任总经理为王瑞泉先生。唐先生 1998 年至 2003 年担任公司总经理，2003 年 7 月至今连任公司董事长。

股权结构：公司控股股东是中馥投资，持股 30.07%。唐台英和戎启平为公司的共同实际控制人，共持股 36.21%。齐泓投资、中盛集团、齐家网、裕进贸易和齐盛电子分别持股 9.45%、5.70%、3.94%、2.78% 和 1.10%。

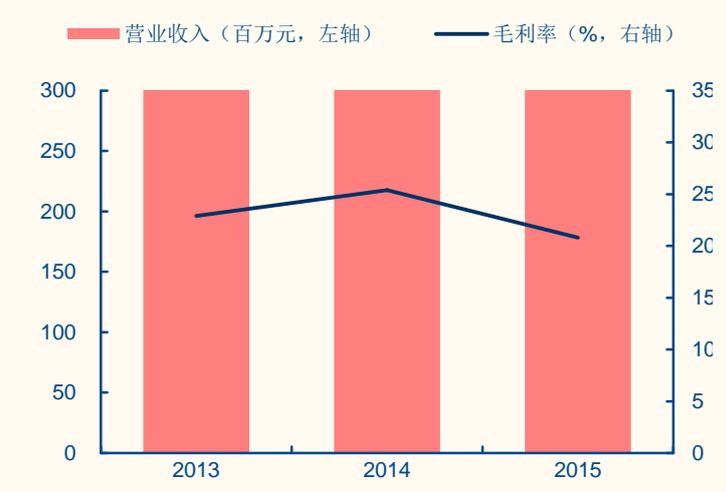
融资历史与大小非情况：公司于 2006 年 11 月 24 日 IPO 上市，发行股数为 4,450 万股，发行价 8.03 元/股，发行后总股本为 176,548,464 股。2015 年公司实施定向增发 50,260,415 股，2016 年公司股东大会决议通过定向增发 86,505,190 股，经调整后的发行底价为 11.56 元/股。

图表 2: 海鸥卫浴 2015 年主营收入分解



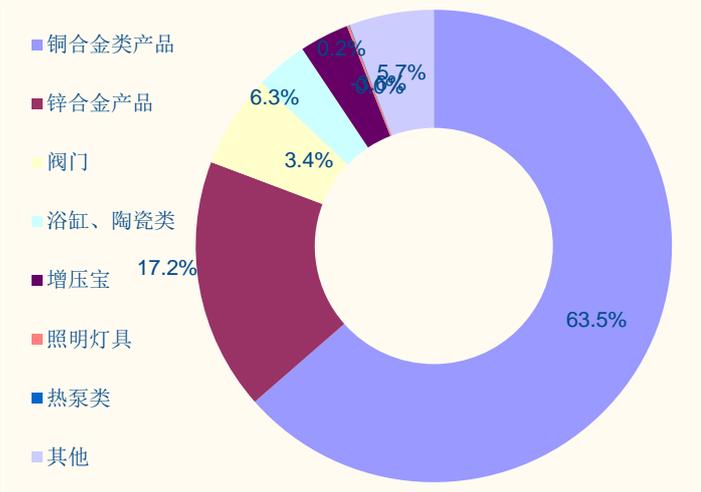
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 海鸥卫浴历史营运表现



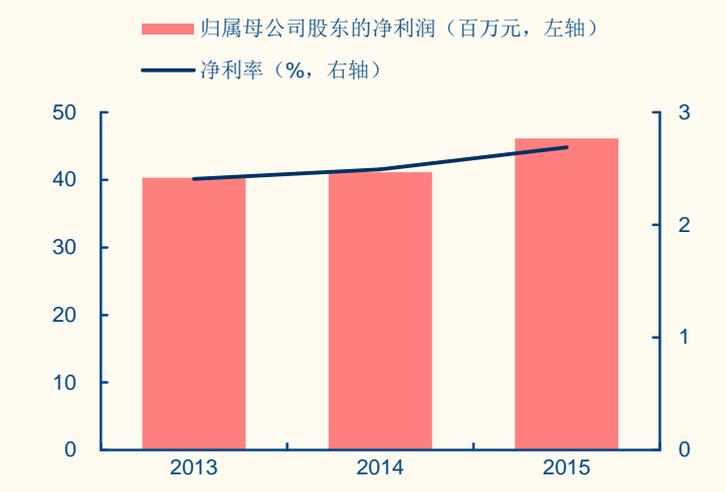
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 海鸥卫浴 2015 年营业利润分解



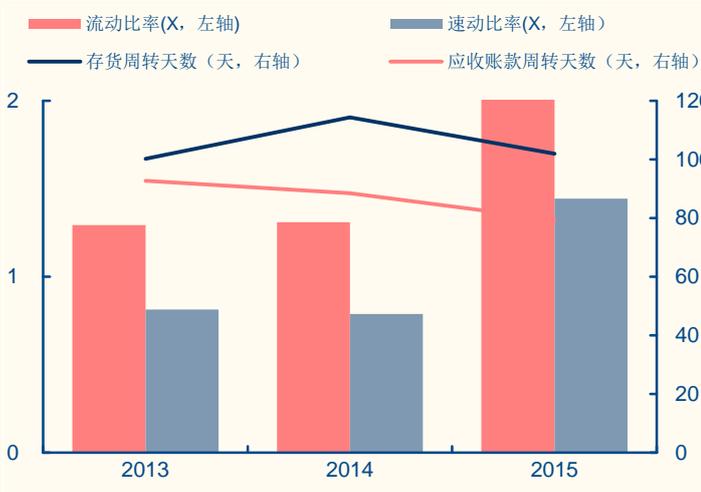
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 海鸥卫浴近年盈利表现

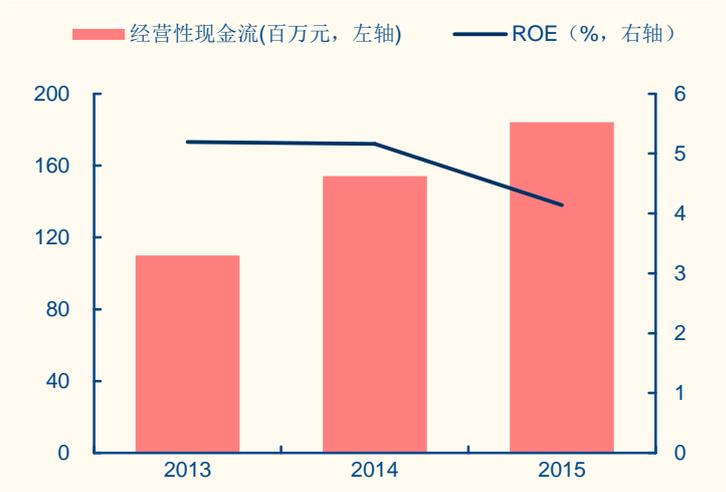


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 海鸥卫浴近年经营效率



图表 7: 海鸥卫浴近年现金流和盈利能力



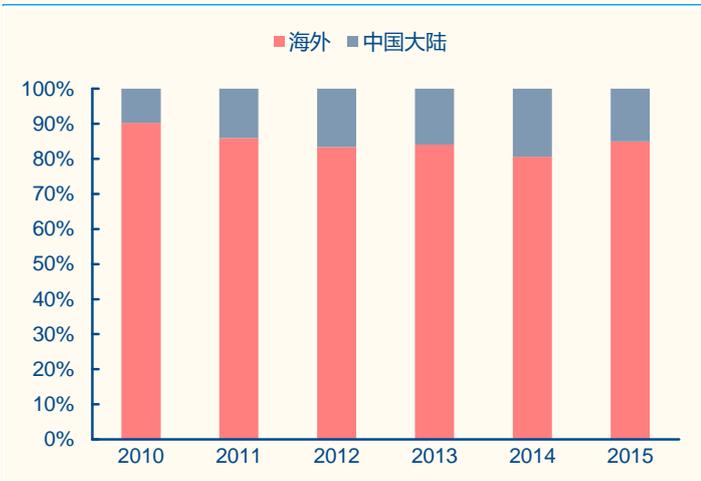
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

由传统卫浴产品代工向“双主业”转型

- **全球知名高档卫浴产品制造供应商。**公司主营业务为开发、生产高档水龙头零组件、排水器、温控阀、地暖系统、浴缸、淋浴房和陶瓷洁具等，是目前国内最大的高档水龙头和卫浴五金产品制造服务供应商之一。公司产品销售到欧洲、美洲及亚洲市场，主要客户包括摩恩（Moen）、科勒（Kohler）、得而达（Delta）、汉斯格雅（Hansgrohe）、美标（American Standard）和贝朗（Bravat）等全球顶级卫浴品牌商。公司海外收入占比虽有下降，但仍占主要份额，2015 年为 85%。公司自 2012 年开始积极转型，确定了“双主业”发展战略：一方面在卫浴领域加速发展整组龙头业务及自主设计能力，发展整装卫浴配套产品，另一方面进入住宅节能和工业节能领域，重点向着“节能、绿色、舒适的整体住宅解决方案提供者”的战略定位转型。

图表 8：海鸥卫浴主营收入地区分布



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：海鸥卫浴全球营销网络



来源：cn.seagullgroup.cn，国金证券研究所

- **携手齐家网积极推进电商渠道。**在传统业务基础上，公司积极进行互联网业务拓展。公司于 2014 年 11 月启动非公开发行，引进齐家网作为战略投资者，并于 2015 年 10 月完成。2015 年 8 月，海鸥卫浴子公司盈兆丰国际以自有资金认购 China Home 发行 226.73 万股 B 系列优先股，战略协议承诺得以兑现，公司与齐家网正式形成交叉持股结构。一方面，公司可以借鉴齐家网在电商网络平台的运营经验进行互联网方向的业务拓展，包括企业电商平台建设、互联网产品品牌建设和营销体系建立以及构建整合式电子商务服务商等业务。另一方面，公司可以根据卫浴及家居品牌企业的需求提供有效的互联网整合营销方案，帮助传统卫浴及智能家居企业快速进入电子商务领域，实现 OTO 运营模式。2016 年 1 月，公司再次与齐家网签署战略合作协议，双方将致力于在定制整装卫浴空间业务开展全方位的深度合作。
- **布局智能家居领域，子公司已获批在新三板挂牌。**在智能家居业务端，子公司“爱迪生”致力于国内外节能产品市场，全面拓展热改项目市场，完善供暖计费系统和通断时间面积法热计量系统的应用开发。日前，爱迪生已收到全国股转系统批复，将在新三板挂牌协议转让。未来公司将继续强化智能家居部分业务运作，同时与齐家网、东方网力的合作也将进一步提升公司智能家居安防等领域的技术水平。
- **定制家居的又一蓝海市场：定制整装卫浴。**公司已披露 2016 年非公开发行预案，计划募集资金切入定制整装卫浴市场。传统卫浴空间建造经过多年发展，仍存在标准化作业程度低、质量不稳定、施工周期较长、现场施工环境差、材料浪费严重、产生大量建筑垃圾、卫生间渗漏以及人工成本日益攀高等问题。整装卫浴是采用工业化的生产方式为用户打造一个完整的卫浴空间：根据用户需求，结合建筑现场或建筑设计方案的要求，进行定制化设

计，在工厂进行集中采购、工业化生产，最后运至施工现场进行快速标准化安装即可交付，安装时间不超过 1 天。相比于传统卫浴空间建造方式，整装卫浴采取工业化生产及干法施工方式，可以有效解决目前卫浴空间的现场施工工期长、能耗高、污染大、无品质保证、易渗漏等痛点。目前整装卫浴在我国发展尚处于起步阶段，对比日本，整装卫浴在日本酒店领域的普及率已达 90% 以上，在住宅领域的普及率也超过 70%，随着我国住宅产业化程度提高及居民住宅质量要求提升，整装卫浴将成为必然发展趋势。定制整装卫浴空间主要在经济型酒店和中档酒店、商品房住宅市场、保障性住房的全装修等市场有巨大的市场潜力。在我国，有限服务酒店市场正处于快速增长阶段，经济型酒店和中档酒店的规模及地理覆盖度的不断增长为卫浴装修带来了巨大的潜在市场。我国房地产市场库存消化及既有的庞大住宅存量也对应着巨大的家庭卫浴装修市场。此外，保障性住房也是住宅产业化重要应用市场，根据《国务院办公厅关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，为推进以人为核心的新型城镇化建设，需要改造约 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村，棚户区改造项目也为定制整装卫浴空间未来市场开拓提供了巨大空间。

图表 10：有限服务酒店数量逐年递增



来源：中国饭店协会，国金证券研究所

图表 11：我国房屋年度销售面积及竣工面积情况



来源：Wind，国金证券研究所

- **非公发项目进军定制整装卫浴，打造又一增长极。**公司拟非公开发行不超过 8613.26 万股，募集资金总额不超过 10 亿元，进军定制整装卫浴市场。本次非公开发行募集资金主要用于收购从事整装卫浴业务的苏州有巢氏、建造定制整装卫浴空间项目同时进行营销推广。募投项目完成后，公司将成产品链涵盖“水龙头等卫浴产品加工—卫浴品牌产品—整装卫浴制造—酒店、住宅等终端客户”的完整生产能力的企业。此外，本次非公开发行募集资金还将用于定制整装卫浴产能扩充及线上、线下营销渠道建设，公司一方面保持对线下实体店的适当投资，提高消费者对定制整装卫浴空间的认可度，同时温控阀、增压宝等公司原有自主品牌产品也可以利用线下实体店寻求销售增长的新突破；另一方面进行线上布局，公司可以借鉴齐家网线上运营经验以及在全国建材行业 OTO 领域的领先地位和优势，为自身互联网营销平台建立优势。线上线下结合方式能有效扩大客户覆盖规模，提升公司营销能力与整体竞争力。

图表 12：海鸥卫浴 2016 年非公开发行股票募投项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	募集资金使用额 (万元)	项目实施方式	项目实施预期效益
1	收购苏州有巢氏 90% 股权	5,400	5,400	--	获取有巢氏在定制整装卫浴领域强大研发生产能力及既有营销渠道，作为进军定制整装卫浴领域基础
2	苏州年产 6.5 万套定制整装卫浴空间项目	18,169	17,500	苏州有巢氏实施，在原有产能基础上扩产至 6.5 万套产能，不涉及新增土地	公司的业务由卫浴部件向定制整装卫浴空间拓展，进一步丰富公司产品类型，增加未来相关营业收入及盈利能力

3	珠海年产 13 万套定制整装卫浴空间项目	42,339	41,500	由承鸥卫浴实施，不涉及新增土地	
4	营销网络建设项目	27,532	25,600	承鸥卫浴实施，项目拟建设 38 家直营店，200 家经销商	为公司定制整装卫浴空间提供销售渠道，增强公司对销售市场的覆盖能力和品牌影响力
5	互联网营销 OTO 推广平台项目	10,846	10,000	承鸥卫浴实施	促进线上销售渠道与线下实体店销售渠道的优势互补，充分发挥公司 OTO 营销模式优势

来源：公司公告，国金证券研究所

风险因素

原材料价格波动风险

- 公司主要原材料为铜合金和外购零配件等。金属铜和锌等原料价格的大幅价格波动将影响公司整体毛利水平。

汇率波动风险

- 公司目前仍以出口欧美市场为主，主要结算货币为美元。人民币对美元汇率的波动将对公司的利润产生一定影响。

募集资金运用风险

- 公司募集资金投资项目的可行性分析是基于当前市场环境和现有基础等因素做出的，在项目实施过程中公司可能会遇到如市场、政策、项目进度、竞争条件变化及技术更新等因素的影响，从而产生对项目投资收益和公司整体业绩不利的风险。

盈利预测

关键假设

- 除浴缸、陶瓷类产品逐步扭亏以外，其他所有产品毛利率均维持稳中缓降趋势。
- 2016 年非公开发行在 2017 年 1 季度获批，此前公司通过租赁资产形式维持有巢氏 2B 业务，非公发募集资金到位后启动 2C 业务。
- 产能提升后，为加快消化产能，公司加大市场推广力度，销售费用率较过往年份有所提升；管理费用由于募投项目投产带来的折旧摊销费用亦有提高。

盈利预测

图表 13：海鸥卫浴盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	158,316.0	159,875.0	154,626.0	157,211.0	190,645.2	233,938.0	280,525.8
铜合金类产品	125,898.0	130,440.0	124,964.0	116,810.0	134,331.5	158,511.2	185,616.6
锌合金产品	23,114.0	21,565.0	20,825.0	33,180.0	48,442.8	66,851.1	85,569.4
阀门	9,304.0	7,870.0	8,837.0	7,221.0	7,870.9	8,575.7	9,339.8
浴缸、陶瓷类	3,206.0	3,467.0	5,412.0	3,568.0	3,924.8	4,513.5	5,187.2
增压宝	0.0	0.0	0.0	2,672.0	3,340.0	4,141.6	5,094.2
照明灯具	0.0	0.0	0.0	901.0	991.1	1,139.8	1,309.9
热泵类	0.0	83.0	150.0	1.0	1.1	1.3	1.5
整装定制卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	4,500.0	7,650.0	15,300.0
其他	3,621.1	4,142.0	4,809.2	7,137.9	7,851.7	8,633.0	9,487.7
营业成本（万元）	122,541.0	122,037.0	113,793.0	123,698.0	150,821.3	185,973.9	223,986.7
铜合金类产品	98,463.0	99,383.0	91,723.0	92,370.0	106,793.5	126,666.3	149,072.0
锌合金产品	18,705.0	18,035.0	16,794.0	26,549.0	38,754.2	53,547.7	68,626.2

阀门	5,373.0	4,619.0	5,276.0	4,779.0	5,273.5	5,759.9	6,288.4
浴缸、陶瓷类	3,596.0	4,215.0	6,608.0	4,939.0	4,945.2	5,416.2	6,017.1
增压宝	0.0	0.0	0.0	1,377.0	1,736.8	2,163.6	2,673.4
照明灯具	0.0	0.0	0.0	839.0	911.8	1,049.0	1,206.1
热泵类	0.0	72.0	144.0	17.0	1.0	1.1	1.3
整装定制卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	3,240.0	5,518.7	11,058.7
其他	2,350.9	2,876.3	2,540.1	4,930.0	4,711.0	5,197.1	5,730.5
业务利润(万元)	35,775.0	37,838.0	40,833.0	33,513.0	39,823.9	47,964.1	56,539.1
铜合金类产品	27,435.0	31,057.0	33,241.0	24,440.0	27,538.0	31,844.9	36,544.6
锌合金产品	4,409.0	3,530.0	4,031.0	6,631.0	9,688.6	13,303.4	16,943.2
阀门	3,931.0	3,251.0	3,561.0	2,442.0	2,597.4	2,815.8	3,051.4
浴缸、陶瓷类	-390.0	-748.0	-1,196.0	-1,371.0	-1,020.4	-902.7	-829.9
增压宝	0.0	0.0	0.0	1,295.0	1,603.2	1,978.0	2,420.8
照明灯具	0.0	0.0	0.0	62.0	79.3	90.7	103.7
热泵类	0.0	11.0	6.0	-16.0	0.1	0.1	0.1
整装定制卫浴	0.0	0.0	0.0	0.0	1,260.0	2,131.3	4,241.3
其他	1,270.2	1,265.7	2,269.1	2,207.9	3,140.7	3,435.9	3,757.2
毛利率(%)	22.6	23.7	26.4	21.3	20.9	20.5	20.2
铜合金类产品	21.8	23.8	26.6	20.9	20.5	20.1	19.7
锌合金产品	19.1	16.4	19.4	20.0	20.0	19.9	19.8
阀门	42.3	41.3	40.3	33.8	33.0	32.8	32.7
浴缸、陶瓷类	-12.2	-21.6	-22.1	-38.4	-26.0	-20.0	-16.0
增压宝	-	-	-	48.5	48.0	47.8	47.5
照明灯具	-	-	-	6.9	8.0	8.0	7.9
热泵类	-	13.3	4.0	-1,600.0	10.0	10.0	9.9
整装定制卫浴	-	-	-	-	28.0	27.9	27.7
其他	35.1	30.6	47.2	30.9	40.0	39.8	39.6
增速(%)	15.7	1.0	-3.3	1.7	21.3	22.7	19.9
铜合金类产品	10.9	3.6	-4.2	-6.5	15.0	18.0	17.1
锌合金产品	22.8	-6.7	-3.4	59.3	46.0	38.0	28.0
阀门	107.6	-15.4	12.3	-18.3	9.0	9.0	8.9
浴缸、陶瓷类	-	8.1	56.1	-34.1	10.0	15.0	14.9
增压宝	-	-	-	-	25.0	24.0	23.0
照明灯具	-	-	-	-	10.0	15.0	14.9
热泵类	-	-	80.7	-99.3	10.0	15.0	14.9
整装定制卫浴	-	-	-	-	-	70.0	100.0
其他	-	14.4	16.1	48.4	10.0	9.9	9.9

来源: Wind, 国金证券研究所预测

- 基于以上假设, 经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 0.56、0.77 和 1.13 亿元, CAGR 为 34.6%, 摊薄后每股收益为 0.12、0.14 和 0.21 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,676	1,650	1,715	2,113	2,600	3,169	货币资金	118	193	319	211	1,103	1,112
增长率		-1.5%	3.9%	23.2%	23.1%	21.9%	应收账款	463	395	397	527	648	790
主营业务成本	-1,292	-1,231	-1,358	-1,664	-2,053	-2,507	存货	369	402	357	472	582	711
%销售收入	77.1%	74.6%	79.2%	78.8%	79.0%	79.1%	其他流动资产	47	44	53	44	54	66
毛利	384	419	357	449	547	662	流动资产	997	1,034	1,125	1,254	2,387	2,678
%销售收入	22.9%	25.4%	20.8%	21.2%	21.0%	20.9%	%总资产	60.4%	61.3%	61.2%	67.2%	81.6%	85.1%
营业税金及附加	-10	-13	-10	-17	-20	-23	长期投资	32	31	114	115	114	114
%销售收入	0.6%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	固定资产	520	513	505	428	354	281
营业费用	-82	-90	-50	-72	-94	-108	%总资产	31.5%	30.4%	27.4%	23.0%	12.1%	8.9%
%销售收入	4.9%	5.5%	2.9%	3.4%	3.6%	3.4%	无形资产	85	86	78	66	69	72
管理费用	-205	-226	-227	-281	-341	-407	非流动资产	654	652	714	611	538	468
%销售收入	12.2%	13.7%	13.3%	13.3%	13.1%	12.8%	%总资产	39.6%	38.7%	38.8%	32.8%	18.4%	14.9%
息税前利润 (EBIT)	87	90	70	79	93	124	资产总计	1,651	1,686	1,840	1,865	2,925	3,146
%销售收入	5.2%	5.4%	4.1%	3.7%	3.6%	3.9%	短期借款	387	420	179	23	0	0
财务费用	-38	-30	-4	-10	1	11	应付款项	364	318	279	423	522	637
%销售收入	2.3%	1.8%	0.2%	0.5%	0.0%	-0.3%	其他流动负债	20	51	63	61	77	101
资产减值损失	-8	3	-4	0	0	0	流动负债	771	789	521	507	600	738
公允价值变动收益	5	-16	-11	0	0	0	长期贷款	80	70	170	170	170	171
投资收益	2	-4	-17	-6	-6	-6	其他长期负债	2	0	2	0	0	0
%税前利润	4.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	853	859	693	677	770	909
营业利润	47	44	33	63	88	129	普通股股东权益	777	797	1,115	1,150	2,112	2,187
营业利润率	2.8%	2.7%	1.9%	3.0%	3.4%	4.1%	少数股东权益	21	29	32	38	44	50
营业外收支	5	3	22	10	10	10	负债股东权益合计	1,651	1,686	1,840	1,865	2,925	3,146
税前利润	52	47	55	73	98	139	比率分析						
利润率	3.1%	2.8%	3.2%	3.5%	3.8%	4.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-11	-3	-8	-11	-15	-21	每股指标						
所得税率	21.7%	5.9%	15.2%	14.9%	15.0%	15.0%	每股收益	0.10	0.10	0.10	0.12	0.14	0.21
净利润	41	44	47	62	83	119	每股净资产	1.91	1.96	2.44	2.52	3.89	4.03
少数股东损益	0	3	1	6	6	6	每股经营现金净流	0.27	0.38	0.40	0.10	0.03	0.04
归属于母公司的净利润	40	41	46	56	77	113	每股股利	0.05	0.03	0.05	0.04	0.05	0.07
净利率	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%	3.0%	3.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.20%	5.16%	4.14%	4.89%	3.65%	5.15%
净利润	41	44	47	62	83	119	总资产收益率	2.44%	2.44%	2.51%	3.02%	2.64%	3.58%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	5.35%	6.41%	3.94%	4.88%	3.39%	4.39%
非现金支出	76	64	72	58	56	53	增长率						
非经营收益	27	41	67	18	8	8	主营业务收入增长率	1.47%	-1.53%	3.94%	23.19%	23.08%	21.88%
营运资金变动	-33	5	-2	-95	-133	-156	EBIT 增长率	22.51%	3.62%	-22.35%	13.74%	17.18%	34.15%
经营活动现金净流	110	154	184	44	14	24	净利润增长率	14.11%	1.97%	12.13%	21.99%	37.04%	45.92%
资本开支	-48	-59	-62	49	27	27	总资产增长率	-1.16%	2.10%	9.15%	1.34%	56.89%	7.53%
投资	-3	-2	-89	-1	0	0	资产管理能力						
其他	0	2	-26	-6	-6	-6	应收账款周转天数	93	88	79	85	85	85
投资活动现金净流	-51	-59	-177	42	21	21	存货周转天数	100	114	102	103	103	103
股权募资	0	5	283	0	910	0	应付账款周转天数	70	67	54	64	64	64
债权募资	-52	23	-129	-175	-23	1	固定资产周转天数	109	109	106	73	49	32
其他	-68	-51	-27	-18	-31	-37	偿债能力						
筹资活动现金净流	-120	-24	127	-193	856	-36	净负债/股东权益	42.16%	35.99%	2.62%	-1.52%	-43.27%	-42.05%
现金净流量	-61	71	133	-108	891	9	EBIT 利息保障倍数	2.3	3.0	17.1	8.1	-84.5	-11.4
							资产负债率	51.67%	50.99%	37.67%	36.30%	26.31%	28.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

公司研究

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD