金螳螂(002081)/装修装饰 房地产行业、家装、PPP 三方面超预期

评级：买入(维持)

市场价格：11.11

目标价格：15.8

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email：xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师：杨涛

电话：021-20315167

Email：yangtao@r.qlzq.com.cn

联系人：焦俊

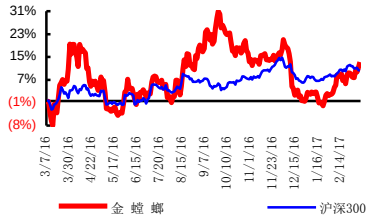
电话：0755-23819310

Email：jiaojun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,643
流通股本(百万股)	2,518
市价(元)	11.11
市值(百万元)	29,367
流通市值(百万元)	27,980

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、 PPP 点燃螳螂新航向

2 、估值修复可期，“金螳螂家”飞速发展

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	20,688.60	18,654.09	19,562.00	23,900.00	28,990.00
增长率 yoy%	12.35%	-9.83%	4.87%	22.18%	21.30%
净利润	1,877.26	1,602.34	1,682.88	2,076.23	2,382.07
增长率 yoy%	20.06%	-14.65%	5.03%	23.37%	14.73%
每股收益（元）	1.07	0.91	0.64	0.79	0.90
每股现金流量	-0.20	0.05	-1.18	2.48	0.47
净资产收益率	26.09%	18.59%	17.22%	17.52%	16.74%
P/E	15.77	20.54	17.45	14.14	12.33
PEG	0.79	—	3.47	0.61	0.84
P/B	4.12	3.82	3.00	2.48	2.06
备注：					

投资要点

- **上游房地产行业运行超预期，公装业务面临良好环境。**年初以来房地产行业运行好于去年底市场预期。2016 年房地产行业固定资产投资增速逐步回升至 6%，今年仍有望实现一定幅度正增长。金螳螂公装业务与商业地产投资增速相关性更强。目前商业地产投资已从 2015 年年低点 1.8%反弹至 2016 年年底的 8.4%。在国家对房地产平稳发展政策预期下，公装业务面临良好外部环境，未来有望每年实现两位数增长。
- **订单饱满，17 年业绩稳步增长可期。**截止 16 年底，未完工在手订单达 362.95 亿（为 16 年营收的 1.8 倍），其中公装订单 246.97 亿，住宅订单 94.03 亿，设计类订单 21.95 亿。
- **家装业务（金螳螂家）发展超预期，今年收入有望达到 20 亿。**2016 年年底已有 82 家门店，未来 2 年内将开设至 200 家店面。2016/2017/2018 年营收贡献预计达 5/20/30 亿元，CAGR145%，目前处于高速增长阶段。如若今年公司真能展现出 20 亿元收入的趋势，市场将可能改变公司的估值方式。
- **PPP 订单斩获超预期，今年有望盈利 1 亿。**公司自去年底以来连续斩获两单 PPP 项目，累计签订 62.5 亿元 PPP 战略合作协议，预示未来营收结构向基建园林类倾斜。今年有望实现收入 10 亿元、盈利 1 亿元。PPP 业务为公司带来全新盈利点。我们看好公司利用上市公司平台向基建及社会科教文卫 PPP 市场切入，也看好公司与阿里体育未来合力开拓体育产业链。
- **由房地产链单一结构需求向由房地产、基建和消费三轮驱动转变，未来增长将更平稳持续。**随着公司向基建 PPP、体育、个人家装转型，公司将告别原来过度依赖房地产链条的单一需求结构，逐步向房地产、基建和消费三轮驱动转变。这不仅将改变公司未来订单和收入与房地产行业周期高度相关的局面，使得需求端增长更持续和平稳，也有望改善公司的中长期估值水平。
- **风险提示：**房地产调控超预期风险，PPP 项目执行风险。
- **盈利预测、估值与投资建议：**我们预测公司 16/17/18 年 EPS 分别为 0.64/0.79/0.90 元，对应当前股价 16/17/18 年 PE 分别为 17/14/12 倍。近期建筑板块整体上涨，央企龙头平均估值已到 14 倍 PE 一线，突显目前公司低估值。在当前估值普遍水涨船高背景下，公司具有估值向上动力。考虑到金螳螂家业务的快速增长、以及 PPP 业务发展的趋势， 给予 17 年 20 倍 PE 估值，目标价 15.8 元，买入评级。

内容目录

一、投资聚焦 ..... - 3 -
二、房地产行业运行超预期，公装业务面临良好环境 ..... - 3 -
三、主营业绩逐步回暖，未来有望稳步增长 ..... - 5 -
四、家装业务开拓超预期，重整产业链潜力巨大 ..... - 7 -
1、金螳螂家 F2C 模式缩短产业链，引领产业重塑 ..... - 7 -
2、店面、营收双升，抢占万亿市场空间 ..... - 9 -
五、PPP 订单斩获超预期，今年有望盈利 1 亿 ..... - 10 -
六、需求结构逐步优化，地产、基建、消费三轮驱动 ..... - 11 -
七、盈利预测、估值与投资建议 ..... - 12 -
八、风险提示 ..... - 13 -

图表目录

图表 1：房地产投资增速有回暖迹象（亿元、%） - 3 -
图表 2：商业地产投资完成额及增速（亿元、%） - 4 -
图表 3：建筑业口径历年房屋竣工面积（万平方米、%） - 4 -
图表 4：历年营收及增速（亿元、%） - 5 -
图表 5：历年归母净利及增速（亿元、%） - 5 -
图表 6：近年单季度营收及单季度增速（亿、%） - 5 -
图表 7：近年单季度净利及单季度增速（亿、%） - 5 -
图表 8：历年各业务毛利率水平（%） - 6 -
图表 9：历年三费占比（%） - 6 -
图表 10：公司历年负债率（%） - 6 -
图表 11：金螳螂家运营模式图 - 7 -
图表 12：装饰家装模式痛点丛生 - 8 -
图表 13：相较原有市场的竞争者，“金螳螂家”更具竞争力 - 8 -
图表 14：家装市场空间概算 - 9 -
图表 15：金螳螂家营收及净利预测 - 9 -
图表 16：金螳螂与阿里投资体育产业示意图 - 11 -
图表 17：营收及增速预测（亿元、%） - 12 -
图表 18：建筑央企估值情况 - 12 -
图表 19：金螳螂上市以来 PE 估值（TTM）变化 - 13 -
图表 20：2014 年以来金螳螂 PE 与行业 PE 估值的变化 - 13 -
图表 21：三表数据（亿元） - 14 -

一、投资聚焦

- **今年以来房地产行业运行超预期，房地产链条行业盈利、估值均存向上修复动力。**公司公装、家装业务均面临良好的外部环境（政策预期明确，平稳、持续增长）。2016 年公司快报业务增长 5.4%，预计今明年将实现两位数持续增长。

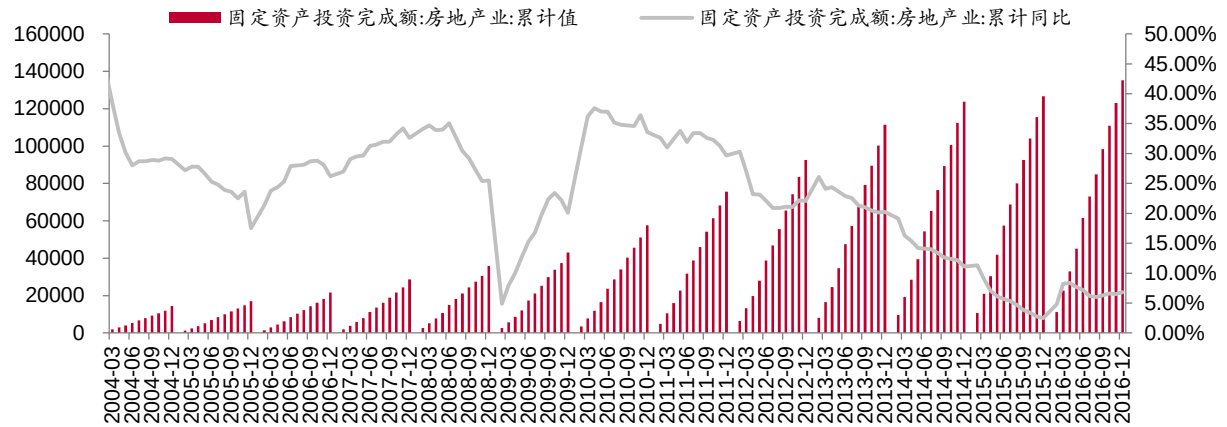
- **公司去年以来家装、PPP 业务均超预期。**家装业务方面，2016 年年底已有 82 家门店，未来 2 年内将开设至 200 家店面，2016/2017/2018 年营收贡献预计达 5/20/30 亿元，CAGR145%，目前处于高增长阶段。PPP 业务方面，自去年底以来已连续斩获两单、累计签订 62.5 亿元 PPP 战略合作协议，今年有望盈利 1 亿元。随着公司向基建 PPP、体育、个人家装转型，公司将告别原来过度依赖房地产链条的单一需求结构，逐步向房地产、基建和消费三轮驱动转变。这不仅将改变公司未来订单和收入与房地产行业周期高度相关的局面，使得需求端增长更持续和平稳，也有望改善公司的中长期估值水平。

- **行业整体估值上行，公司盈利预期改善，估值存修复动力。**我们预测公司 16/17/18 年 EPS 分别为 0.64/0.79/0.90 元，对应当前股价 16/17/18 年 PE 分别为 17/14/12 倍。近期建筑板块整体上涨，央企龙头平均估值已到 14 倍 PE 一线，突显目前公司低估值。在当前估值普遍水涨船高背景下，公司具有估值向上动力。考虑到金螳螂家业务的快速增长、以及 PPP 业务发展的趋势， 给予 17 年 20 倍 PE 估值，目标价 15.8 元，买入评级。

二、房地产行业运行超预期，公装业务面临良好环境

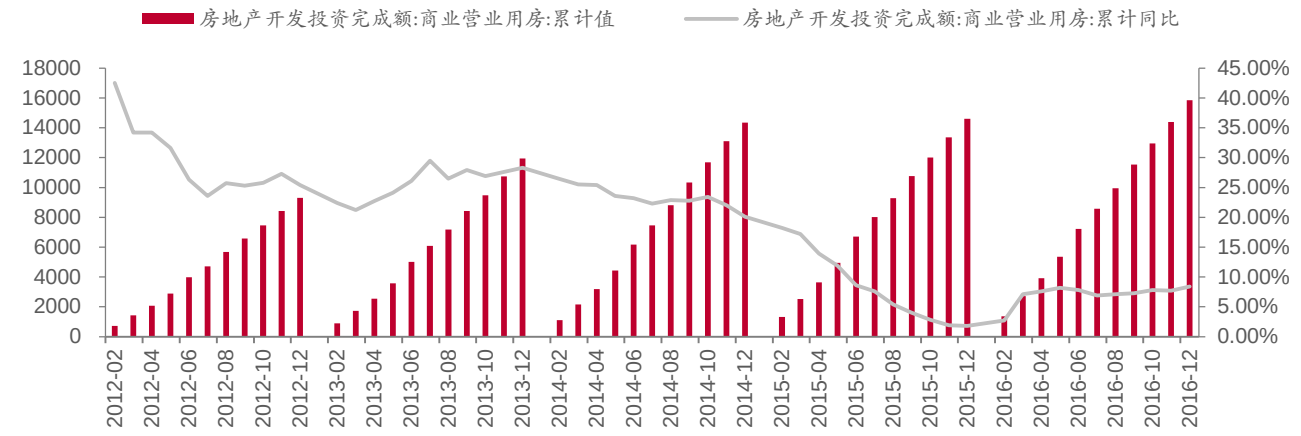
- **房地产固定投资的低点出现在 2015 年第三季度至第四季度，2015 年全年累计增速仅有 2.5%。2016 年全年已经稳步回升至 6%的水平，企稳迹象明显。**

图表 1：房地产投资增速有回暖迹象（亿元、%）



来源：中泰证券研究所

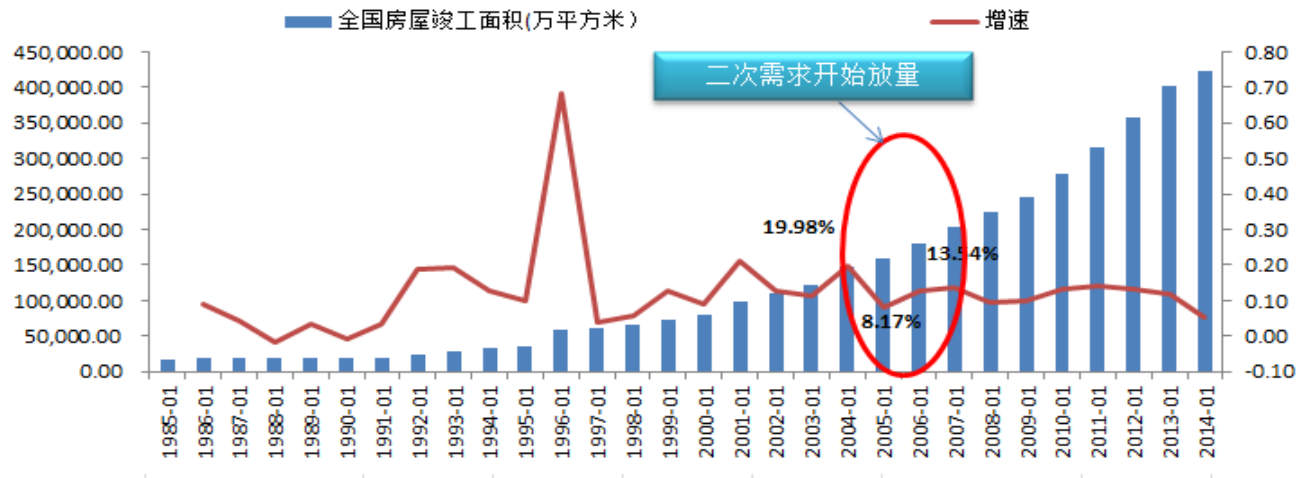
图表 2：商业地产投资完成额及增速（亿元、%）



来源：中泰证券研究所

- **装饰业务与商业地产投资增速相关性更强。商业地产投资额波动性较房地产投资总额波动性更大一些，已 2015 年年低点 1.8%反弹至 2016 年年底的 8.4%附近，作为相关性最强的装饰业务也已随着投资企稳逐步好转。**

图表 3：建筑业口径历年房屋竣工面积（万平方米、%）

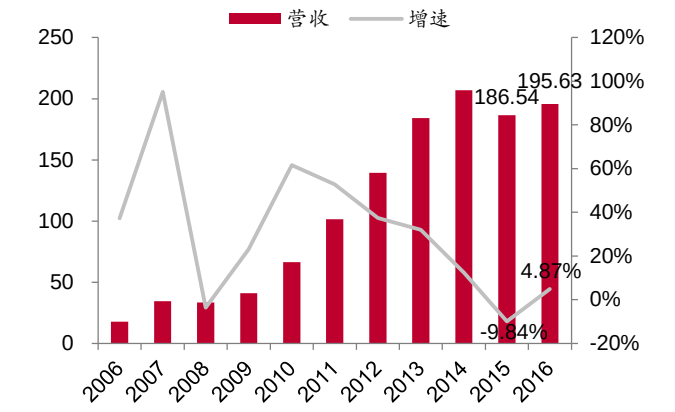


来源：WIND、中泰证券研究所

- **地产黄金十年为装饰行业积累了大量的存量，消费型属性的需求正在逐步放量，根据《建筑装饰百强报告》的预计，未来二次装修的年化需求将达到 15000 亿元，增速 8%-10%。**公共装饰更新周期大概是 6-8 年，而住宅更新周期大概是 8-12 年。目前正是 2004-2007 新建成住宅二次装修的逐步释放期，根据装饰装修行业协会的估算国内存量市场（装饰+家装）需求将会达到 12,000-15,000 亿元，假设二次需求释放的百分比不变，则消费需求市场规模增速为 8%-10%左右。

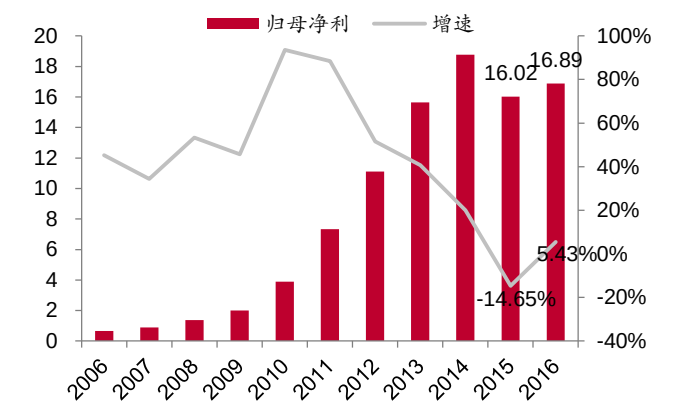
三、主营业绩逐步回暖，未来有望稳步增长

图表 4：历年营收及增速（亿元、%）



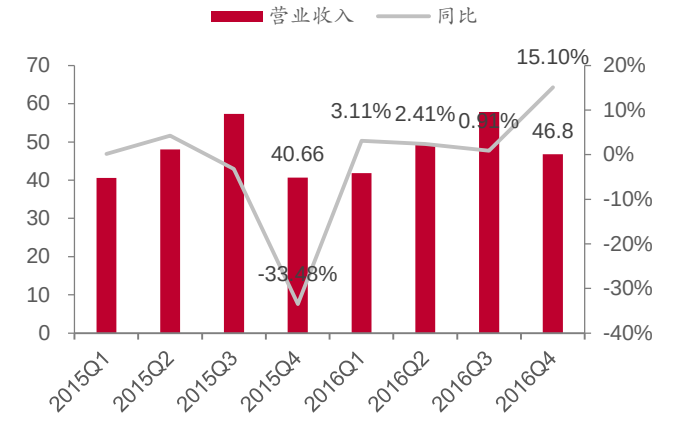
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：历年归母净利及增速（亿元、%）



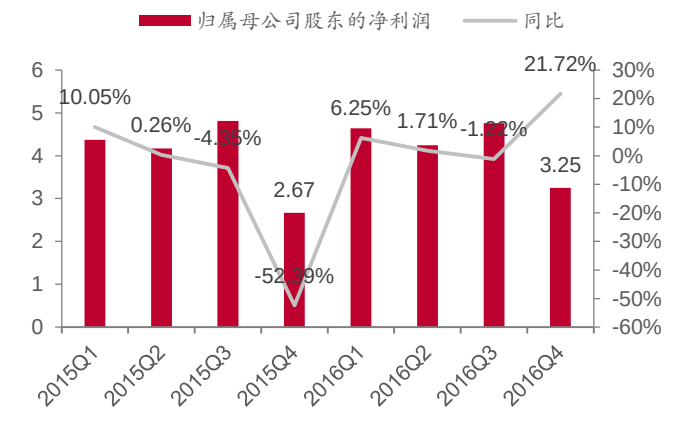
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：近年单季度营收及单季度增速（亿、%）



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 7：近年单季度净利及单季度增速（亿、%）

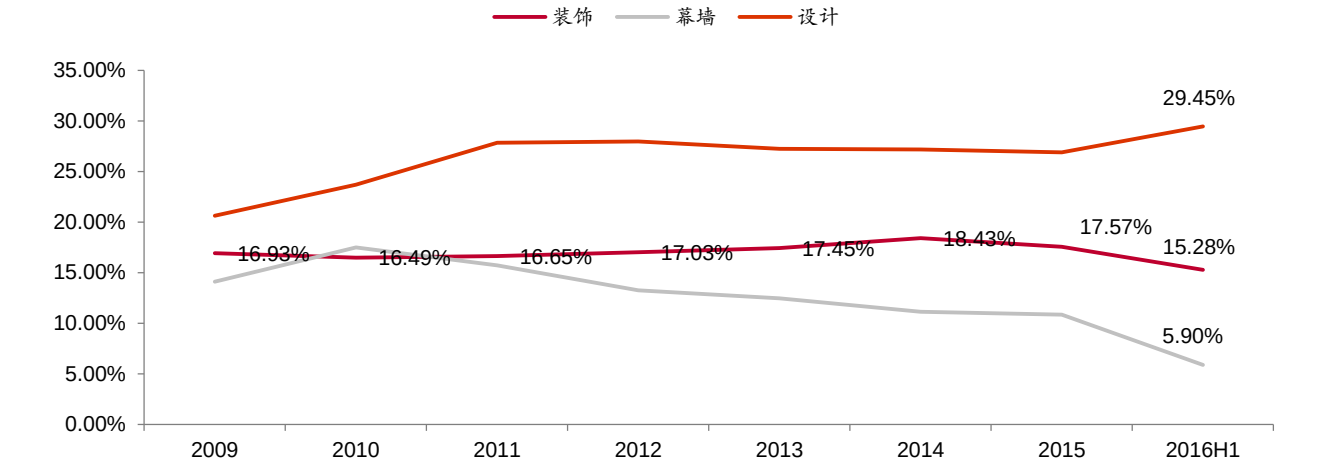


来源：WIND、中泰证券研究所

- **公司公布的 2016 年业绩快报显示四季度单季度净利同比增速 21.72%，业绩复苏明显。**公司 2016 年营业收入和归母净利润增速均由负转正，营业收入 195.63 亿元，同增 4.87%；归母净利润 16.89 亿元，同增 5.43%。其中第四季度单季翘尾效应显著，增速明显高于前三季度，第四季度营收 46.80 亿元，同比增长 15.10%；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 21.72%。目前公司主营业务盈利能力已经逐步恢复，行业整体景气程度也大幅好转，预计未来公司增速具备持续性。
- **订单饱满，17 年业绩稳步增长可期。**截止 16 年底公司未完工在手订单达 362.95 亿（为 16 年营收的 1.8 倍），其中公装订单 246.97 亿，住宅订单 94.03 亿，设计类订单 21.95 亿。2016 年四季度新签订单达 56.04 亿元。

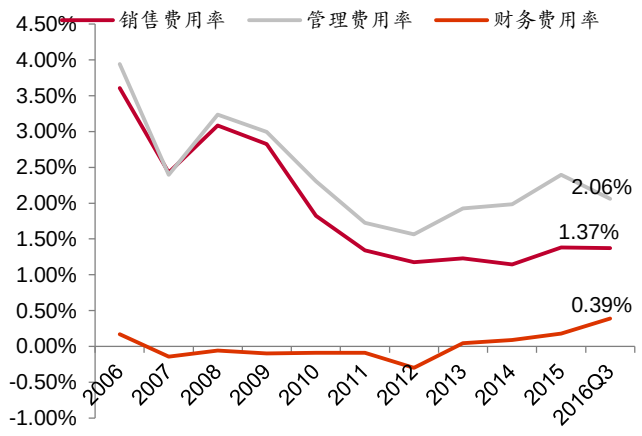
- **新管理层磨合步入正轨，有望开启全新征程：**公司自去年以来陆续更换了多名高管，新管理层有望为公司带来全新活力。随着过去一年多磨合，我们预计公司新管层磨合已步入正轨，此次公告 PPP 项目有望预示公司开启全新征程。

图表 8：历年各业务毛利率水平（%）



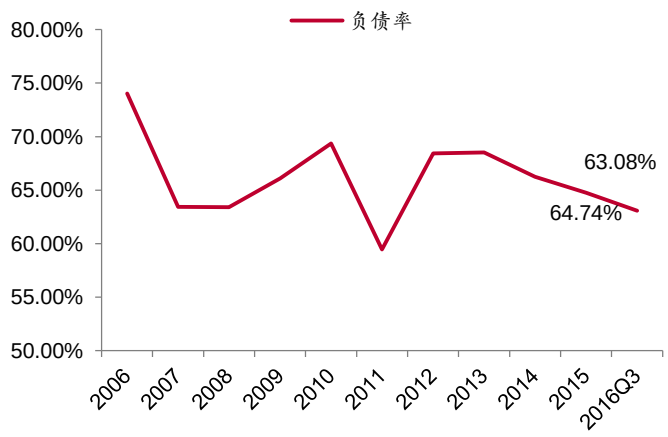
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 9：历年三费占比（%）



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 10：公司历年负债率（%）



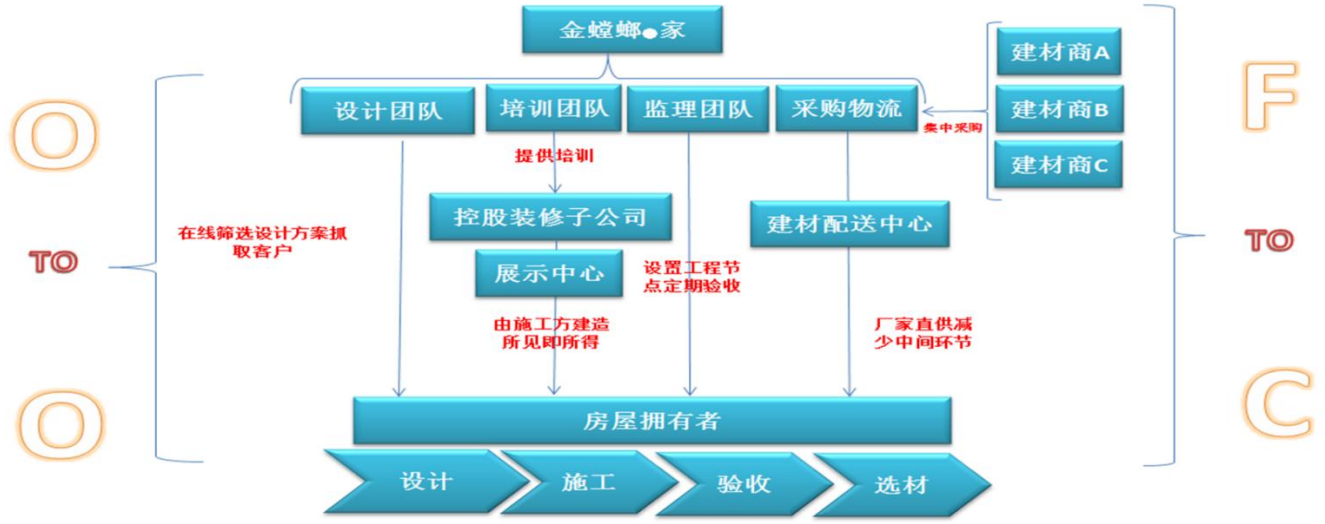
来源：WIND、中泰证券研究所

- **毛利率水平平稳，装饰业务微降，设计业务微涨。**上半年占比较大的装饰业务毛利率下滑 2.3%，设计业务毛利率微涨，幕墙业务毛利率下滑至 5.9%，装饰/幕墙/设计/家装毛利率分别为 15.28%/5.9%/29.45%/23.3%。
- **三费占比趋势向下，全年有望与去年持平。**2016 前三季度整体负债率相对去年呈现下滑趋势，销售费用和管理费用有望下滑。销售费用、管理费用、财务费用分别占比 1.37%/2.06%/0.39%。财务费用占比小幅上扬 0.21%，管理费用占比降幅稍大，达 0.34%，销售费用占比与去年基本持平。

四、家装业务开拓超预期，重整产业链潜力巨大

1、金螳螂家 F2C 模式缩短产业链，引领产业重塑

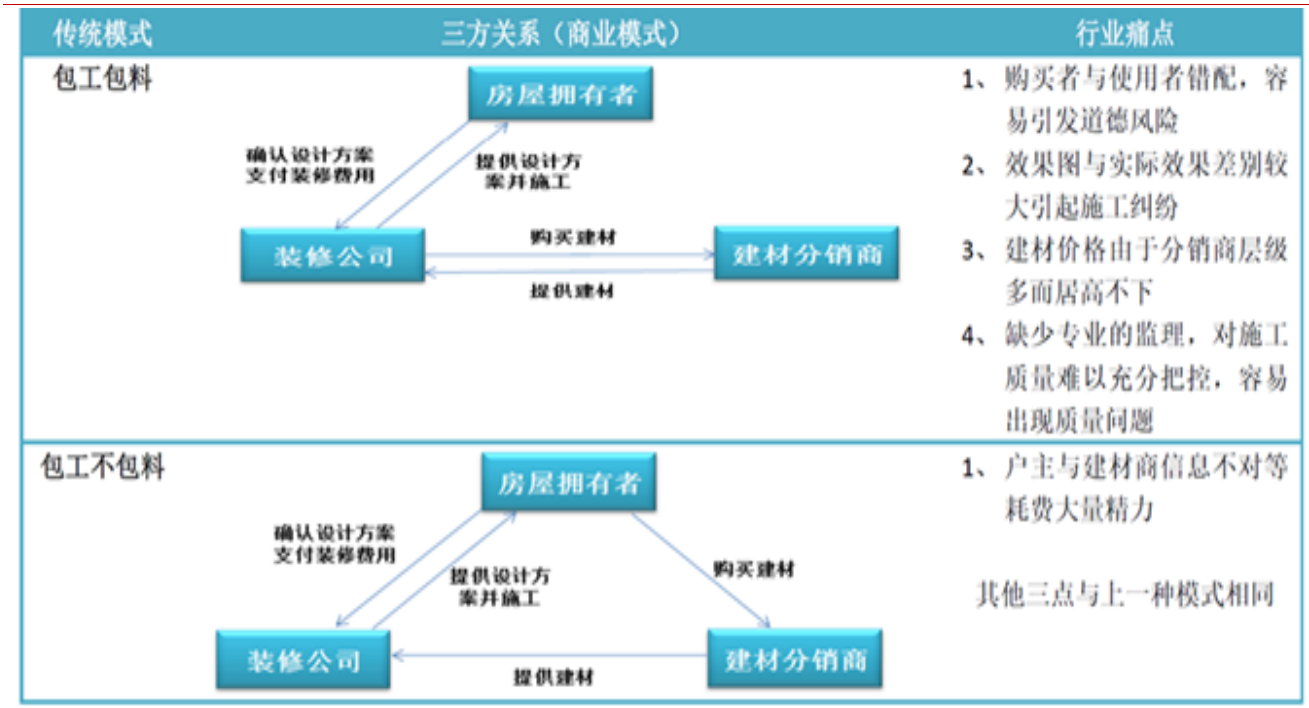
图表 11：金螳螂家运营模式图



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **金螳螂家采用 F2C 的模式缩短了“建材生产商-代理商-消费者”的产业链条，节省了中间环节以及部分仓储物流成本，家装产业链有望被重塑。**以集中采购降低成本，以专业培训与监理服务保证施工水准，以展示中心制度保证所见即所得，以直营方式保证施工质量。金螳螂将主要装修步骤拆散，然后针对每一个步骤进行标准化管理，形成两个闭环模式。以 O2O 模式将设计方案落地，在每一个覆盖城市建立门店，保证所见即所得。以 F2C 模式实现建材集中采购，去除中间代理商，实现模式的货币化。

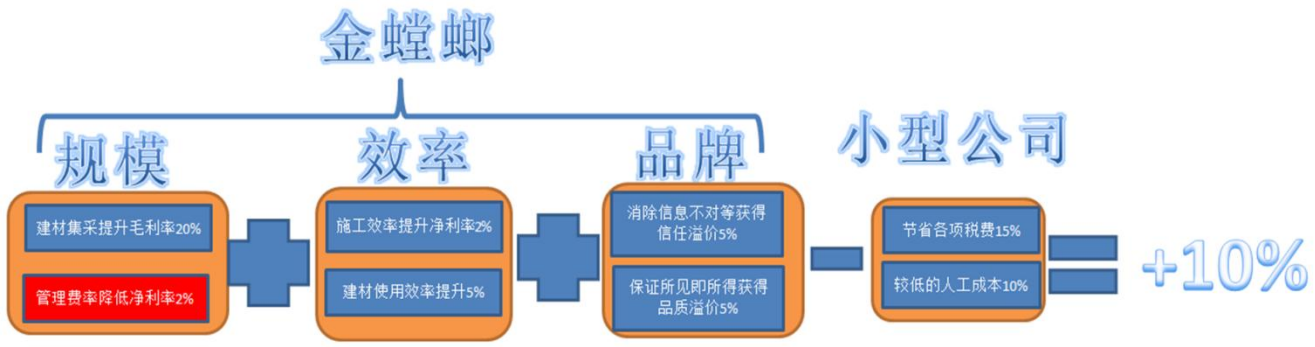
图表 12：装饰家装模式痛点丛生



来源：中泰证券研究所

- **直营店 F2C 模式可以有效提升用户体验，破除行业痛点。**装饰的家装模式所带来的痛点都源于最终消费者与施工者的信息不对等。包工包料模式会引起购买者与最终使用者的错配，造成“利润出在材料里”的乱象。包工不包料模式会耗费户主大量精力，还不一定能够买到性价比较高的建材。小型家装公司施工质量参差不齐造成“货不对板”的情况也时有发生。缺乏第三方监理，施工质量与进度都很难保证，只依靠职业道德维系质量的模式必会造成“劣币驱除良币”的窘境。

图表 13：相较原有市场的竞争者，“金螳螂家”更具竞争力



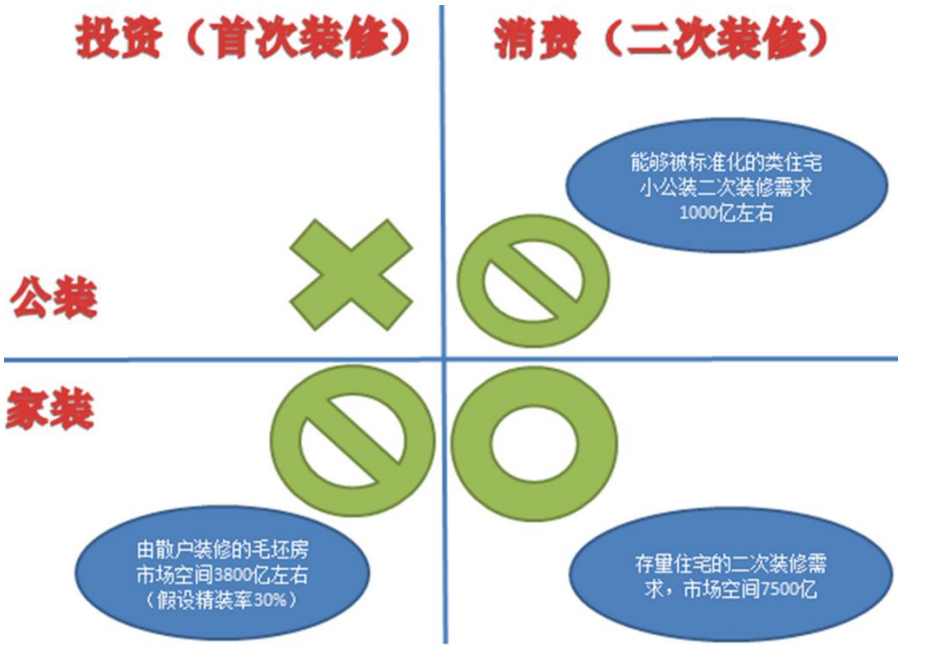
来源：中泰证券研究所

- **金螳螂最大的利润来源其实是建材渠道的脱媒效应，而中小型公司具有最大的优势是不交税以及更廉价的劳动力成本。**施工质量上金螳螂会比其他中小型公司拉开较大的档次，所以金螳螂走的是一条品质之路而不是价格战，目标群体定位为中高端。

■ **品牌、规模与效率是金螳螂最大的护城河。**支撑金螳螂核心竞争力的短中期是规模效应带来的建材集采脱媒效应。而长期来看品牌与效率是维持规模的根本保证。装修行业的长尾客户与一般互联网 C 端客户有着本质不同。装修的重复采购率极低，粘性差，真正能够吸引大量客户的口碑。从品质到口碑再到品牌，金螳螂用了 20 年，这是后入者所难以跨越的鸿沟。整个金螳螂家的模式是将“金螳螂”品牌、规模优势以及运营管理效率变现的渠道，公司的净利来源于此。

2、店面、营收双升，抢占万亿市场空间

图表 14：家装市场空间概算



来源：中泰证券研究所

■ **互联网思维要整合的目标市场是单笔订单额度较小，市场极其分散的长尾客户。保守估计能够被互联网家装的市场空间为 12300 亿元。**第一象限的小装饰（单笔订单在 1000 万以下），第三象限的散户毛坯，第四象限的存量二手房都符合订单额度小，地理分布分散等特点；是互联网家装的目标市场。我们认为家装市场足够庞大，五年之内公司家装业务都不会遇见天花板。

图表 15：金螳螂家营收及净利预测

日期	开店数（个）	营收贡献（亿元）
2016 年 12 月	82	5
2017 年 12 月	100	20
2018 年 12 月	200	30

来源：中泰证券研究所

- **年内开店速度超预期，2016 年年底已有 82 家门店，未来 2 年内将开设至 200 家店面。**从 2015 年 12 月开始布局“苏州、上海、南京、郑州”四个线下店以来，金螳螂家开店速度超出市场预期，截止 16 年底已达 82 家门店。假设线性开店速度则 16 年贡献营收在 5 亿以上。上半年毛利率为 23.3%，随着店面逐步成熟，采购量进一步上升，毛利率有望达到 25%的水平，并一直维持。

- **以直营模式迅速扩张，执行团队与母公司股权 3:7 开，在保证了控股权的基础上充分激发了当地管理团队的积极性。**2016 年上半年公司新成立了 28 家“金螳螂家”子公司，基本上遵循了 3:7 的股权结构，少数公司略有偏差（上海、苏州、无锡母公司占比为 80%-85%，福州、济南、成都、烟台占比为 51%）。在推算归母净利时，我们假设：三费 5%，税率 15%，以及少数股东权益 30%。

- **推出“品宅”产品条线，进军高端别墅市场，为国内外顶层财智人士搭建专业化的豪宅别墅装饰整合服务。**我们预计 “品宅”17 年将会贡献贡献营收 1 亿元左右。

- **“金螳螂家”受益浙江省“住宅全装修”产业政策，订单有望加速爆发。**9 月 10 日浙江省《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》提出 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修。此举有望在其他省市拓展效仿，对品牌家装形成实际利好。

五、PPP 订单斩获超预期，今年有望盈利 1 亿

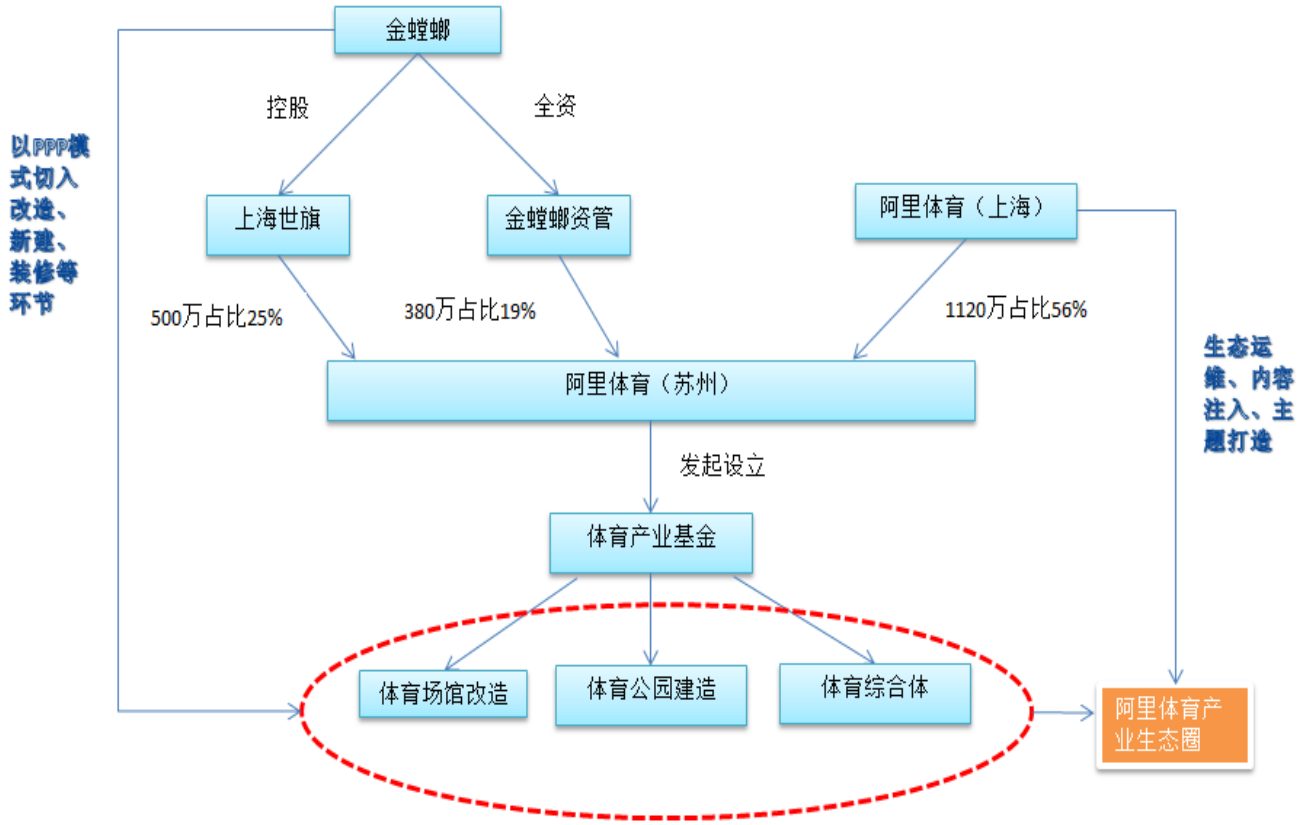
- **累计 PPP 订单已达 62.5 亿元，今年有望实现 1 亿元盈利：**公司 2016 年 12 月 1 日公告与贵州镇宁县政府签订了《贵州省镇宁县特色旅游项目合作框架协议》，总投资额 36 亿元，是公司 2016 年向 PPP 和体育转型所取得的首个实质性突破。2017 年 2 月 7 日，公司再次签订 PPP 项目——《浙江省台州市椒江绿色药都小镇项目 PPP 框架协议》，总投资额 26.5 亿元。我们看好公司利用上市公司平台向基建及社会科教文卫 PPP 市场切入，也看好公司与阿里体育未来合力开拓体育产业链。我们预计公司今年就有 10 亿元以上的 PPP 业务收入，有望实现 1 亿元以上盈利。

- **“政府购买+缺口补补助模式”确保未来收益。**所签署的两个 PPP 项目均分为两大部分，即为“非经营性单体项目”及“准经营性单体项目”。政府购买服务的非经营性单体项目，收入由可用性付费和运营维护付费组成。由政府参与可行性缺口补助的准经营性单体项目，收入由经营收入和政府财政补贴组成。

- **此外，在体育领域金螳螂与阿里体育共同投资成立合资公司，打造“阿里体育生态圈”投资平台。**未来将以合资公司为管理机构发起设立体育

产业基金，投资于全国体育场馆及体育相关产业，共同打造体育经济生态圈。公司有望借助与阿里的合作切入体育产业的建设、改造、维修以及运维环节。我们预计实际动作将会在明年。

图表 16：金螳螂与阿里投资体育产业示意图



来源：中泰证券研究所

六、需求结构逐步优化，地产、基建、消费三轮驱动

- **公司房地产链单一需求结构有望改变，向由房地产、基建和消费三轮驱动转变：**随着公司向基建 PPP、体育、个人家装转型，公司将告别原来过度依赖房地产链条的单一需求结构，逐步向房地产、基建和消费三轮驱动转变。这不仅将改变公司未来订单和收入与房地产行业周期高度相关的局面，使得需求端增长更持续和平稳，也有望改善公司的中长期估值水平。
- **未来营收结构有望继续向基建园林类倾斜，需求结构显著优化。**2016 年 12 月和 2017 年 2 月所签署的两个 PPP 项目均为基建园林类项目，累计订单额达 62.5 亿元，是公司 2016 年营业总收入的 32%。金螳螂原有业务受上游地产产业链影响较大，新兴园林类业务则更多受基建投资影响，需求结构明显优化。

七、盈利预测、估值与投资建议

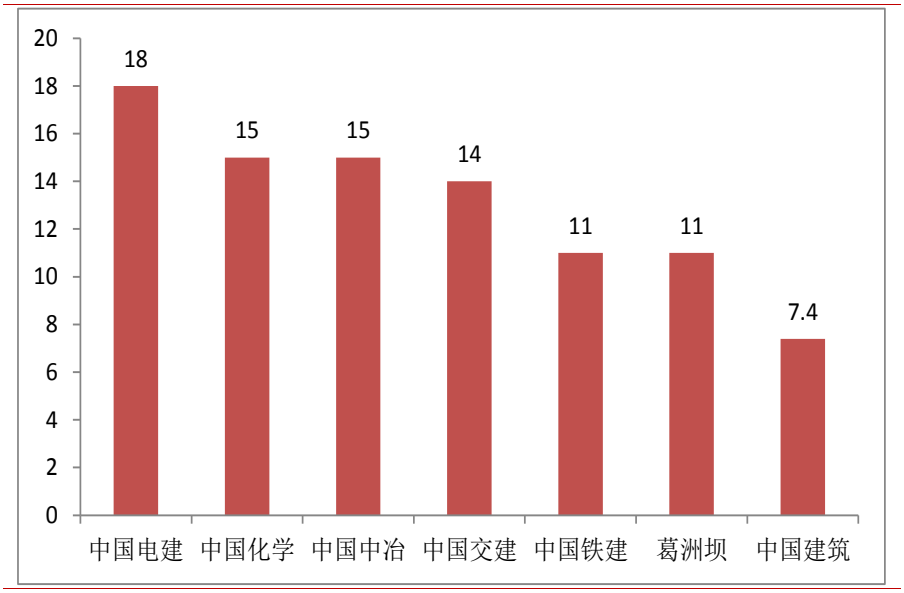
■ 我们预测公司 16/17/18 年 EPS 分别为 0.64/0.79/0.90 元，对应当前股价 16/17/18 年 PE 分别为 17/14/12 倍。近期建筑板块整体上涨，央企龙头平均估值已到 14 倍 PE 一线，突显目前公司低估值。在当前估值普遍水涨船高背景下，公司具有估值向上动力。考虑到金螳螂家业务的快速增长、以及 PPP 业务发展的趋势， 给予 17 年 20 倍 PE 估值，目标价 15.8 元，买入评级。

图表 17：营收及增速预测（亿元、%）

	2015	2016E	2017E	2018E
公装业务	186.5	190	209	229.9
增速	*-9.80%*	*1.85%*	*10.00%*	*10.00%*
家装业务	0	5	20	30
增速	-	-	*200%*	*100%*
PPP 业务	-	-	10	30
增速	-	-	-	*200%*
营收合计	**186.5**	**195**	**239**	**289.9**

来源：WIND、中泰证券研究所

图表 18：建筑央企 17 年 PE 估值情况



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 19：金螳螂上市以来 PE 估值（TTM）变化

来源：WIND、中泰证券研究所

图表 20：2014 年以来金螳螂 PE 与行业 PE 估值的变化

来源：WIND、中泰证券研究所

八、风险提示

- 目前我国正处于增速换挡，经济结构调整时期，装饰装修行业受宏观经济以及上游房地产行业影响较大。在整体行业不景气的情况下，单个公司，即使是龙头公司也会发生坏账以及营收增速放缓的情况。
- 另外，本报告对家装互联网估值部分具有重大不确定性，是基于一部分主观判断而给出的估值，希望广大投资者注意相关风险。

图表 21：三表数据（亿元）

损益表（人民币亿元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**184**	**207**	**187**	**196**	**239**	**290**
增长率	32.08%	12.4%	-9.8%	4.9%	22.2%	21.3%
营业成本	-151	-169	-153	-164	-199	-240
% 销售收入	*82.2%*	*81.6%*	*82.2%*	*83.8%*	*83.2%*	*82.9%*
毛利	33	38	33	32	40	50
% 销售收入	*17.8%*	*18.4%*	*17.8%*	*16.2%*	*16.8%*	*17.1%*
营业税金及附加	-5	-6	-5	-5	-6	-8
% 销售收入	*2.8%*	*2.7%*	*2.6%*	*2.6%*	*2.6%*	*2.6%*
营业费用	-2	-2	-3	-3	-3	-4
% 销售收入	*1.2%*	*1.1%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*
管理费用	-4	-4	-4	-5	-6	-7
% 销售收入	*1.9%*	*2.0%*	*2.4%*	*2.4%*	*2.4%*	*2.4%*
息税前利润（EBIT）	22	26	21	19	25	31
% 销售收入	*11.8%*	*12.6%*	*11.4%*	*9.8%*	*10.4%*	*10.7%*
财务费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	*0.0%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
资产减值损失	-3	-4	-4	-1	-2	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1	1
% 税前利润	*1.9%*	*3.4%*	*7.7%*	*7.3%*	*5.9%*	*5.2%*
营业利润	19	22	19	20	24	28
营业利润率	*10.1%*	*10.8%*	*10.1%*	*10.1%*	*10.2%*	*9.7%*
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	**19**	**22**	**19**	**20**	**25**	**28**
利润率	*10.2%*	*10.9%*	*10.2%*	*10.2%*	*10.3%*	*9.7%*
所得税	-3	-4	-3	-3	-4	-4
所得税率	*15.8%*	*15.6%*	*15.3%*	*15.3%*	*15.3%*	*15.3%*
净利润	16	19	16	17	21	24
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	**16**	**19**	**16**	**17**	**21**	**24**
净利率	*8.5%*	*9.1%*	*8.6%*	*8.6%*	*8.7%*	*8.2%*

现金流里表（人民币亿元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	16	19	16	17	21	24
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	5	5	2	3	6
非经营收益	-1	-1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-9	-26	-18	-48	43	-15
经营活动现金净流	**10**	**-3**	**1**	**-31**	**66**	**13**
资本开支	2	2	3	-3	1	1
投资	-8	-8	-15	0	0	0
其他	1	0	1	1	1	1
投资活动现金净流	**-10**	**-10**	**-16**	**5**	**1**	**1**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	10	24	-35	0
其他	-2	-3	0	0	-5	0
筹资活动现金净流	**-2**	**-3**	**10**	**24**	**-40**	**0**
现金净流里	**-2**	**-16**	**-5**	**-2**	**26**	**13**

资产负债表（人民币亿元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	36	20	12	10	36	49
应收款项	117	160	181	236	221	268
存货	1	1	2	1	2	2
其他流动资产	9	15	12	12	13	13
流动资产	163	196	207	260	271	332
% 总资产	*91.1%*	*90.2%*	*83.6%*	*87.7%*	*88.2%*	*90.3%*
长期投资	1	3	21	21	21	21
固定资产	9	10	11	11	11	11
% 总资产	*4.9%*	*4.8%*	*4.5%*	*3.8%*	*3.6%*	*2.9%*
无形资产	5	5	5	1	1	1
非流动资产	16	21	41	36	36	36
% 总资产	*8.9%*	*9.8%*	*16.4%*	*12.3%*	*11.8%*	*9.7%*
资产总计	**179**	**217**	**248**	**296**	**307**	**368**
短期借款	0	5	11	35	0	0
应付款项	95	114	122	128	155	187
其他流动负债	15	18	23	29	27	31
流动负债	111	136	155	192	182	219
长期贷款	4	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	5	5	5	5
负债	**122**	**144**	**161**	**197**	**188**	**224**
普通股股东权益	56	72	86	98	119	142
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	**179**	**217**	**248**	**296**	**307**	**368**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.331	1.065	0.909	0.637	0.785	0.901
每股净资产(元)	4.726	4.082	4.892	3.698	4.483	5.385
每股经营现金净流(元)	0.852	-0.196	0.046	-1.175	2.480	0.474
每股股利(元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.16%	26.09%	18.59%	17.22%	17.52%	16.74%
总资产收益率	8.75%	8.64%	6.46%	5.68%	6.75%	6.47%
投入资本收益率	58.45%	35.27%	25.67%	15.03%	30.96%	33.45%
增长率						
营业总收入增长率	32.08%	12.35%	-9.83%	4.87%	22.18%	21.30%
EBIT增长率	39.59%	20.53%	-18.38%	-9.62%	29.71%	24.80%
净利润增长率	40.68%	20.06%	-14.65%	5.03%	23.37%	14.73%
总资产增长率	33.79%	21.63%	14.19%	19.35%	3.83%	19.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	184.5	228.6	308.0	308.0	308.0	308.0
存货周转天数	1.8	2.1	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转天数	180.8	212.0	260.3	260.3	260.3	260.3
固定资产周转天数	11.4	13.6	20.4	21.1	17.9	15.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.37%	-10.75%	4.54%	30.88%	-25.37%	-30.39%
EBIT利息保障倍数	256.7	137.9	63.9	—	—	—
资产负债率	68.49%	66.20%	64.73%	66.54%	61.00%	60.94%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。