

研究所

证券分析师：李会坤 S0350512050001

0755-83021673 | lihk@ghzq.com.cn

## 打造黄金全产业链，前景值得期待<sup>1</sup>

### ——金叶珠宝（000587）深度研究报告

#### 投资要点：

- 借壳上市后公司持续产销两旺，业绩快速增长** 2011 年 8 月 18 日公司通过 S\*ST 光明股权分置改革成功借壳上市，得益于上市后的融资机会和资金支持，公司业务迅速扩大，呈现产销两旺之势，业绩大幅增长：2011 年营业总收入达 25.2 亿元，其中黄金批发、来料加工和零售三大业务的营业收入较 2010 年上市前分别增长 368.5%、268.9%和 74.7%，全年实现营业净利润 1.47 亿元，高于大股东 1.38 亿元的业绩承诺，2012 年预期实现净利润 1.75 亿，同比增长 26.8%，表现出良好的发展势头。
- 大股东承诺注入金矿，打造黄金全产业链** 2012 年 10 月 31 日公司公告：大股东承诺在 2013 年 2 月 18 日前向上市公司注入不低于 20 亿元优质金矿，目前离金矿承诺注入期限仅剩两个月，金矿注入预期渐行渐近。金矿若成功注入，公司将形成集黄金勘探、采选、冶炼、加工生产、终端销售于一体的黄金全产业链，这样的布局将有利于公司盈利能力、抵抗市场风险能力的提升。为公司外延式扩张打开新的突破点。
- 黄金加工核心业务受业内名企认可** 全资子公司东莞市金叶珠宝有限公司目前已成为国内三大黄金加工知名企业之一，黄金加工业务在业内受到认可度高，上海老凤祥珠宝首饰有限公司、中金黄金集团黄金珠宝有限公司等知名企业都是公司排名前五的客户。
- 可复制的销售终端扩张模式** 公司通过批发经销商、自有和加盟专卖店对外批发、零售黄金及黄金饰品。截止 2011 年底，公司有批发经销商 478 家，品牌专卖店 74 家，其中自营店 24 家，加盟店 50 家。按照公司 5+2 的千店计划，在 2012 年起的五年，公司将分两阶段（重点突破和全面铺开）在全国辐射布局达到直营和加盟店 1000 家以上，将“金叶”系列品牌打造为国际知名，国内一流的珠宝零售终端品牌，取得中国驰名商标的称号。2012 年，公司计划新增专卖店 150 家，目前进展顺利。销售渠道是产业链中增值最大的环节，可复制的销售终端扩张模式将助力公司做大做强。
- 盈利预测、估值与投资评级** 单就 PE、PB 分析，公司估值倍数远高于同类企业。考虑目前的时点离公司大股东承诺注入金矿的最晚期限（2103 年 2 月 18 日）渐行渐近，我们粗略测算，如果大股东以合理的价格注入 20 亿金矿公司每股市场价值大约在 14.42 元左右，较目前的股价仍有一定上行空间。我们分析大股东金矿注入是大概率事件，首次覆盖，给予公司增持的评级。

| 股票代码      | 股票名称 | 股价    | EPS  |      |      | PE    |       |       |
|-----------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 11A  | 11E  | 12E  | 10A   | 11E   | 12E   |
| 000587.sz | 金叶珠宝 | 12.72 | 0.89 | 0.44 | 0.56 | 39.63 | 28.16 | 22.39 |

1：感谢实习生董冰华对本报告的贡献

## 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1、公司基本情况：借壳上市迎来发展新契机 .....    | 3  |
| 1.1、历史沿革及借壳上市始末.....          | 3  |
| 1.2、股权结构.....                 | 4  |
| 1.3、主营业务.....                 | 5  |
| 2、打造黄金全产业链，开拓新的成长空间 .....     | 6  |
| 2.1、金矿注入渐行渐近，全产业链格局即将形成.....  | 7  |
| 2.2、黄金加工受名企青睐，业内地位获认可.....    | 7  |
| 2.3、销售渠道布局全国，品牌、渠道建设稳步推进..... | 7  |
| 3、盈利预测、估值和投资建议 .....          | 9  |
| 3.1、相对估值高出同类企业近一倍.....        | 9  |
| 3.2、若金矿注入兑现，股价仍有上行空间.....     | 9  |
| 4、风险提示 .....                  | 11 |

## 图 表

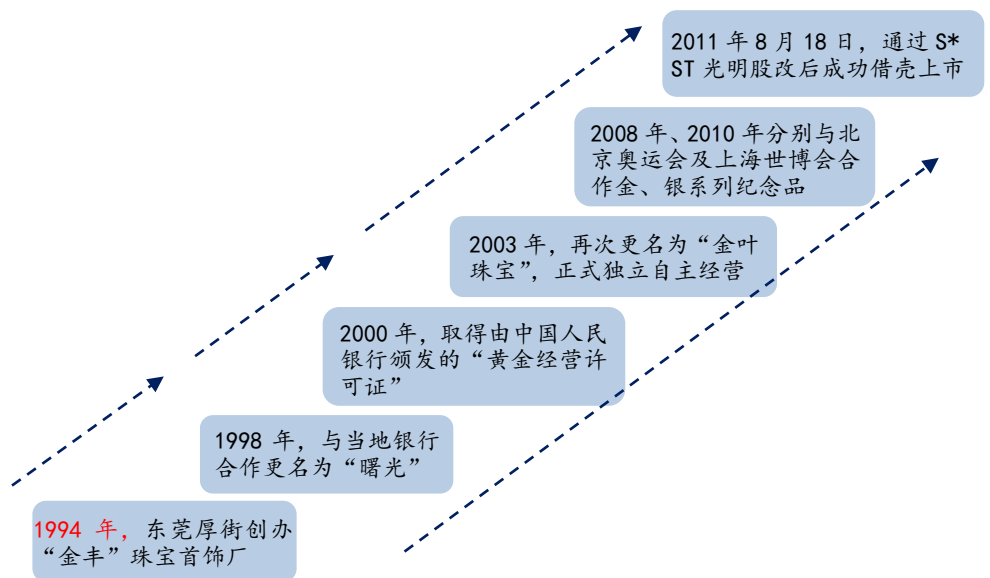
|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1、公司发展历程 .....                     | 3 |
| 图 2、“资产对价+资本公积金转增”股改方案 .....         | 4 |
| 图 3、股权结构 .....                       | 4 |
| 图 4、公司主营业务 .....                     | 5 |
| 图 5、2011 年公司各业务营业收入占比.....           | 5 |
| 图 6、2010 年和 2011 年公司营业收入对比（百万元）..... | 5 |
| 图 7、2011 年的产品结构.....                 | 6 |
| 图 8、核心加配套的全产业链经营模式 .....             | 6 |
| 图 9、2011 年营业收入占比前五的客户结构.....         | 7 |
| 图 10、公司在京东商城销售的部分产品 .....            | 8 |
| 图 11、2011 年营业收入在各地区的分布情况 .....       | 8 |

## 1、公司基本情况：借壳上市迎来发展新契机

### 1.1、历史沿革及借壳上市始末

金叶珠宝股份有限公司（简称金叶珠宝），前身为东莞金市叶珠宝有限公司，成立于1994年，是一个具有传奇色彩的民营企业，经过10多年的快速发展，现已成为集黄金首饰开发设计、生产加工、批发零售于一体的国内著名珠宝企业，董事长王志伟是一个当地家喻户晓的企业家。2011年8月通过光明集团家具股份有限公司（S\*ST光明）的股权分置改革后成功借壳上市。

图 1、公司发展历程

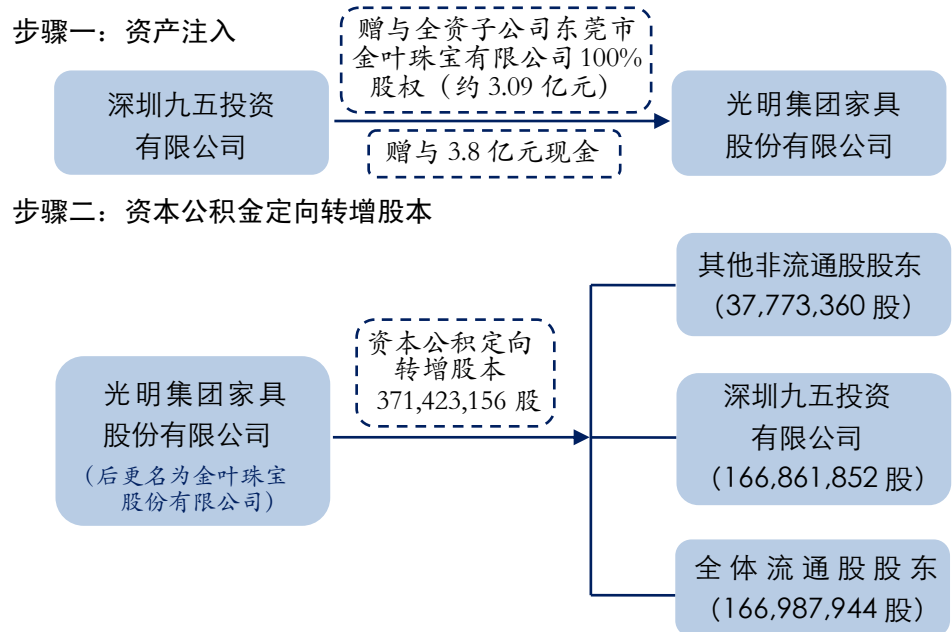


资料来源：国海证券研究所整理

### 借壳上市始末

壳源 S\*ST 光明是黑龙江伊春的一家木材家具企业，由于经营不善，一度面临退市风险，于 2009 年 11 月进入破产重整程序。2011 年 1 月破产重整完成后，S\*ST 光明在深圳九五投资有限公司（即金叶珠宝的控股股东）的全面参与下，制定了“资产对价+资本公积金转增”的股改方案。在该方案下，九五投资向其赠与 3.8 亿元现金和账面价值约 3.09 亿元的全资子公司东莞市金叶珠宝有限公司 100% 的股权用于代全体非流通股股东支付股改对价。获得赠与资产后，S\*ST 光明以 3.8 亿元获赠资金形成的资本公积金中的 371,423,156.00 元定向转增 371,423,156 股：其中，向九五投资转增 166,661,852 股，向除九五投资以外的非流通股股东转增 37,773,360 股，向全体流通股股东转增 166,987,944 股。2011 年 8 月 18 日 S\*ST 光明股改完成，转增股份到账，股票复牌交易。至此，九五投资正式成为上市公司第一大股东，拥有总股本 29.95% 的股份。2011 年 12 月 13 日经工商部门核准，上市公司更名为“金叶珠宝股份有限公司”。

图 2、“资产对价+资本公积金转增”股改方案

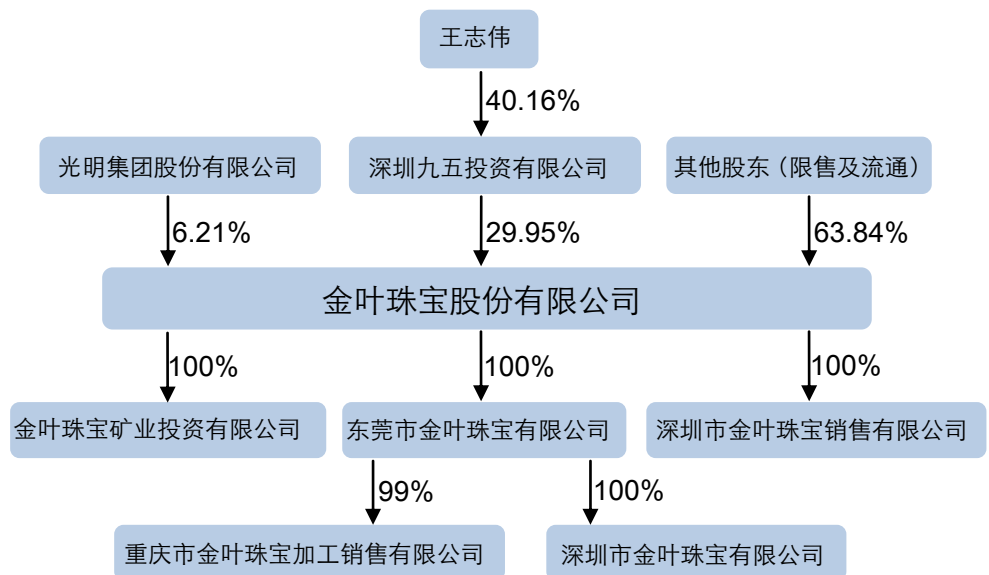


资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 1.2、股权结构

经股权分置及资本公积金定向转增后，公司现有总股本 557,134,734 股，深圳九五投资有限公司持有 166,861,852 股股份，占总股本的 29.95%，为第一大股东；光明集团股份有限公司持有 34,600,100 股股份，占总股本 6.21%，为第二大股东，其他限售及流通股股东共持有公司 63.84% 的股份。

图 3、股权结构

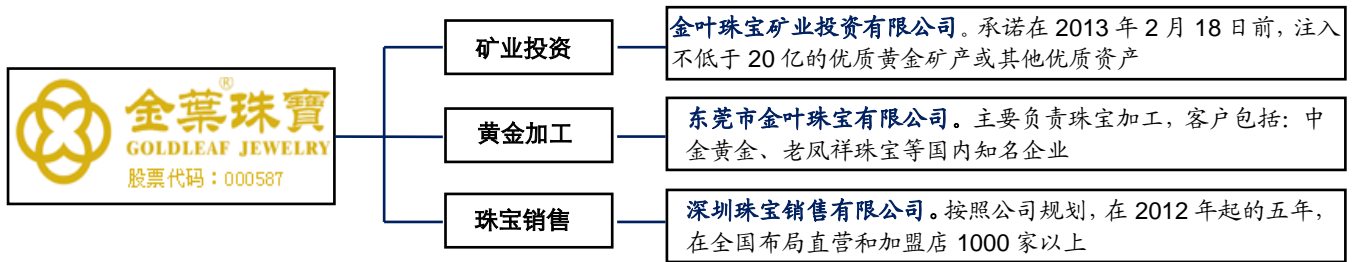


资料来源：公司公告、国海证券研究所

### 1.3、主营业务

2011年，在东莞金叶珠宝有限公司资产注入到上市公司后，公司重新梳理了旗下业务，设立三家子公司：金叶珠宝矿业投资有限公司、东莞市金叶珠宝有限公司、深圳珠宝销售有限公司，分别负责黄金矿山建设投资、黄金首饰生产加工、珠宝首饰品牌零售三大业务。公司实际运营的品牌“金叶”和“第可”在国内具有较高的知名度。其中“金叶”是公司核心品牌，“第可”是以色彩石材和多元化金属搭配黄金的艺术精品金饰门类子品牌。

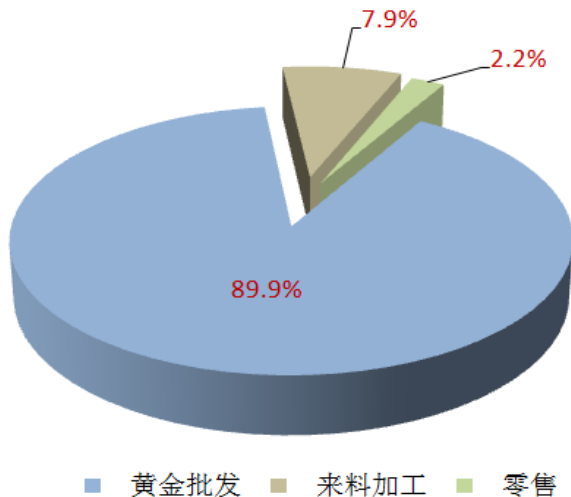
图 4、公司主营业务



资料来源：公司公告、国海证券研究所

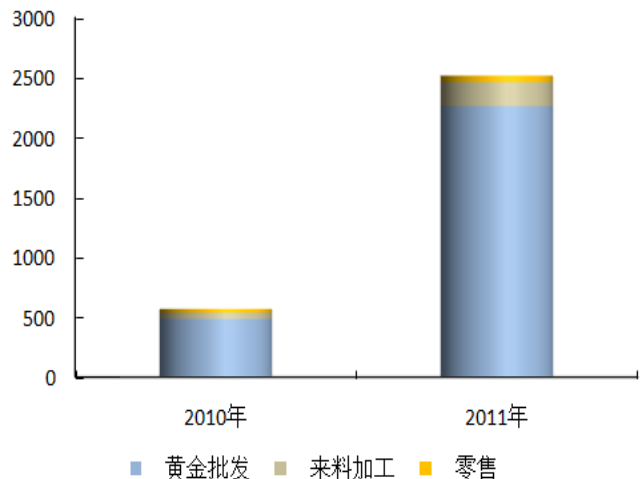
利用上市公司的融资机会和资金支持，金叶珠宝不断扩大生产加工规模，做大做强主营业务，呈现产销两旺势头，业绩大幅增长。2011年实现营业收入总收入 25.2 亿元，其中黄金饰品生产批发、来料加工和零售三大业务各占 89.9%、7.9%和 2.2%，较 2010 年上市前分别增长 368.5%、268.9%和 74.7%。2011 年实现营业净利润 1.47 亿元，高于大股东 1.38 亿元的业绩承诺。

图 5、2011 年公司各业务营业收入占比



资料来源：公司公告、国海证券研究所

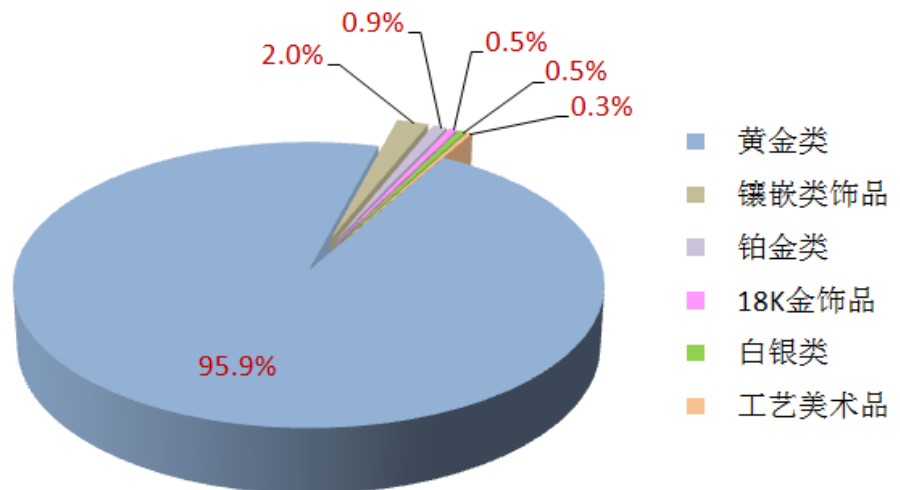
图 6、2010 年和 2011 年公司营业收入对比 (百万元)



资料来源：公司公告、国海证券研究所

产品结构方面，公司主打黄金类产品，铂金类、白银类、镶嵌类、宝玉石类等非黄金类产品辅之，2011 年黄金类产品营业收入占比高达 95.9%，未来公司会对高毛利率非黄金类产品的生产加工加大投资，以改善利润结构和资产收益率。

图 7、2011 年的产品结构

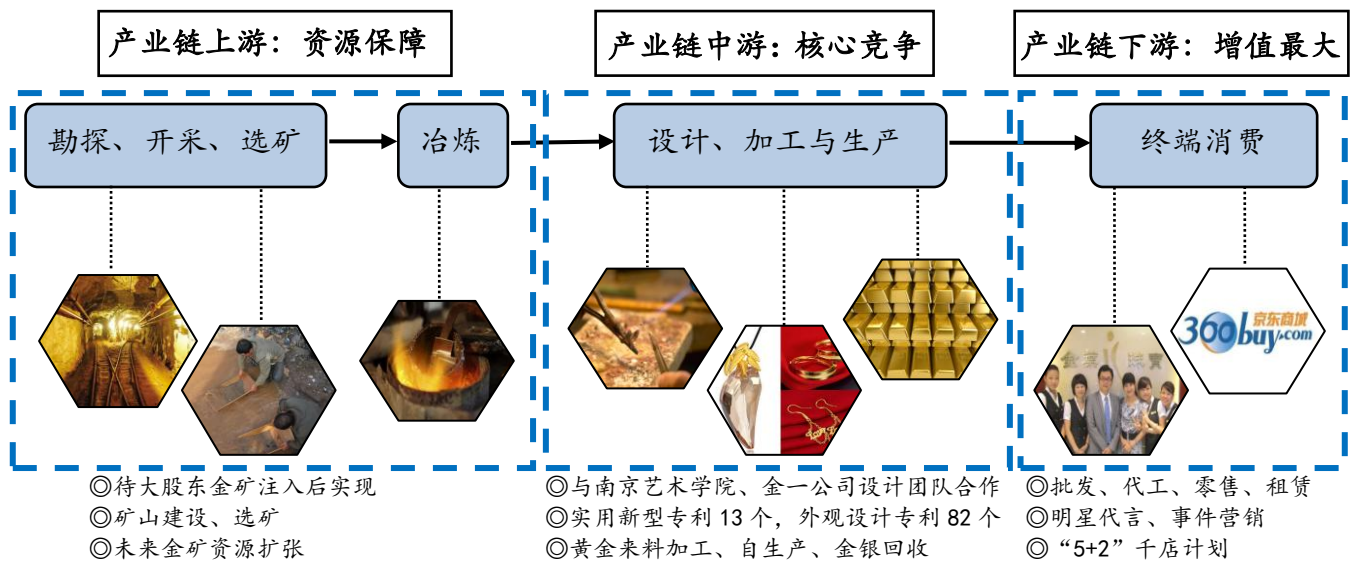


资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2、打造黄金全产业链，开拓新的成长空间

为了提高市场竞争力和可持续发展能力，在全资子公司东莞市金叶珠宝有限公司黄金饰品加工为主的原有业务基础上，公司积极向产业链上下游拓展，完善产业结构，力争打造集黄金“开采+加工+销售”于一体的全产业链平台。目前，公司的三家全资子公司分别主营产业链上、中、下游的业务。公司未来的发展将得益于产业链上游资源的扩张、中游加工技术和产能的提升以及下游的品牌建设和销售渠道的拓展。

图 8、核心加配套的全产业链经营模式



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2.1、金矿注入渐行渐近，全产业链格局即将形成

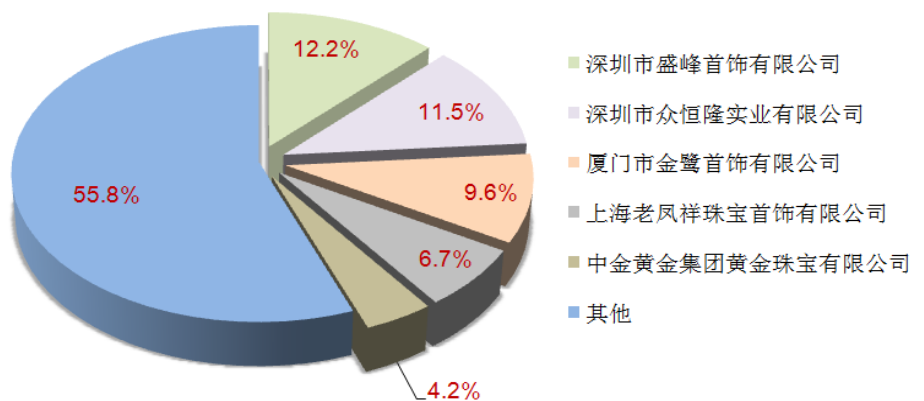
股改时，大股东曾经做出承诺：在股改方案实现完成的 18 个月内，拟以包括但不限于定向增发在内的方式，注入净资产评估值不低于 20 亿元的优质黄金矿产资源或其他符合《重组框架协议》规定条件的优质资产，且增发价格不低于 11.98 元/股，即公司破产重整停牌前 20 个交易日均价的 90%。

2012 年 10 月 31 日，公司《关于公司股东、关联方以及公司尚未履行完毕的承诺情况公告》显示，大股东承诺的金矿注入期限定于 2013 年 2 月 18 日，已然近在眼前。如果注入金矿项目最终能顺利落实，这就意味着金叶珠宝将成为大陆 A 股市场唯一一家拥有集黄金探、采、选、冶及黄金珠宝设计、生产、批发、零售于一体的全产业链的上市公司。而依托上游黄金矿产资源和未来可能的资源扩张，公司进一步提高黄金首饰类产品在国内市场的占有率以及业务布局全国的战略规划将大获裨益，同时对于因黄金价格波动导致原材料加工成本变动风险的抵抗能力也将不断提升。

## 2.2、黄金加工受名企青睐，业内地位获认可

2011 年公司营业收入占比前五名的客户中包括上海老凤祥珠宝首饰有限公司、中金黄金集团等国内知名企业，其中，老凤祥品牌黄金珠宝首饰全国市场占有率达 15%，市场覆盖率达到 98%，顾客满意度达到 88.45%，被中国黄金协会评为“中国黄金首饰第一品牌”；中金黄金是中国第一家专业从事黄金矿采选及生产的上市公司，是 2011 年福布斯亚洲上市公司 50 强企业。由此可见，金叶珠宝的黄金加工业务在业内已获得较高认可。

图 9、2011 年营业收入占比前五的客户结构



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2.3、销售渠道布局全国，品牌、渠道建设稳步推进

销售渠道是珠宝首饰产业链中增值最大的环节，公司目前构建了区域经销、自营（包括自营店、旗舰店、商场专柜）、品牌加盟结合的销售渠道体系，其经营模

式为采购黄金进行加工（此外还有部分代客户加工赚取加工费），通过批发经销商、自有和加盟专卖店对外批发、零售黄金及黄金饰品。截止 2011 年底，公司有批发经销商 478 家，品牌专卖店 74 家，其中自营店 24 家，加盟店 50 家。按照公司 5+2 的千店计划，在 2012 年起的五年，公司将分两阶段（重点突破和全面铺开）在全国辐射布局达到直营和加盟店 1000 家以上，将“金叶”系列品牌打造为国际知名，国内一流的珠宝零售终端品牌，取得中国驰名商标的称号。2012 年，公司计划新增专卖店 150 家，目前进展顺利。公司还积极尝试珠宝大卖场、电视购物、电子商务等模式，跟京东商城等网上全面合作，目前公司有约 500 余款产品可在京东网上商城购买。

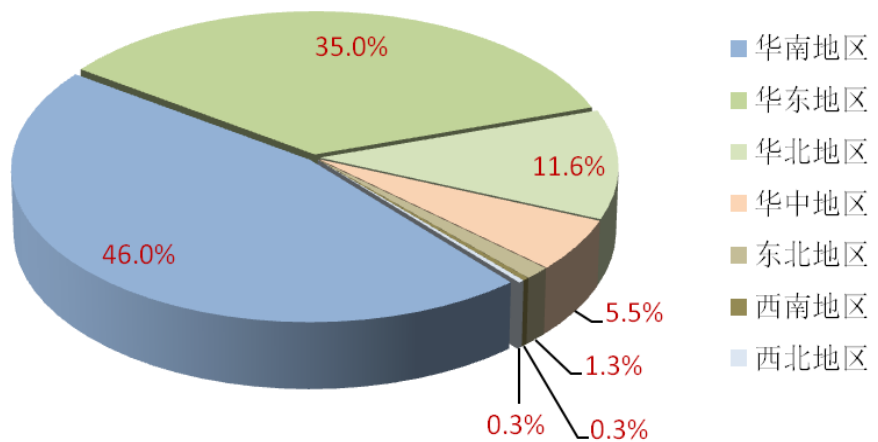
图 10、公司在京东商城销售的部分产品



资料来源：国海证券研究所、京东商城

从 2011 年公司营业收入在全国各地区的占比情况分析，公司对单一区域的依赖并不高，销售渠道布局全国已见雏形。

图 11、2011 年营业收入在各地区的分布情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所



品牌渠道建设方面，公司目前实际运营“金叶”、“第可”两大品牌，积极通过事件营销提高品牌知名度，如 2008 年和 2010 年分别与北京奥运会、上海世博会合作，制作金银系列纪念品，2011-2013 年将赞助中国男子篮球职业联赛、CBA 联赛三个赛季的总冠军戒指，聘请极具人气的当红影星杨幂为金叶珠宝形象代言人等。公司还积极尝试珠宝大卖场、电视购物、电子商务等模式，跟京东商城等网上全面合作，目前公司有约 400 余款产品可在京东网上商城购买。通过积极的品牌建设，金叶珠宝正稳步走向公众化、走向全国，为进一步提高市场占有率布局谋篇。

### 3、盈利预测、估值和投资建议

#### 3.1、相对估值高出同类企业近一倍

2012 年公司承诺净利润不低于 2 亿元，为确保承诺的两年业绩实现，九五投资向上市公司账户打入 4000 万元作为业绩保证金。而根据公司在三季报披露，公司预计 2012 年全年时限净利润约 1.6-1.8 亿。如果不考虑业绩承诺补偿，我们测算公司 2012 年归属母公司的净利润为 1.75 亿。据此测算，公司目前的相对估值较可比企业高出一倍。

表 1、相关公司估值对比

| 代码        | 名称   | 股价    | 总股本<br>(亿) | EPS(现有股本折算) |       |       | PE    |       |       | 每股净资产 | P/B  |
|-----------|------|-------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      |       |            | 2011A       | 2012A | 2013E | 2011A | 2012A | 2013E |       |      |
| 1929.HK   | 周大福  | 12.24 | 100        | 0.63        | 0.68  | 0.88  | 19.43 | 18.00 | 13.91 | 2.96  | 4.14 |
| 600612.SH | 老凤祥  | 20.57 | 5.23       | 1.00        | 1.20  | 1.52  | 20.57 | 17.14 | 13.53 | 4.69  | 4.39 |
| 600086.SH | 东方金钰 | 17.02 | 3.52       | 0.22        | 0.69  | 0.87  | 77.36 | 24.67 | 19.56 | 1.92  | 8.86 |
| 000587.SZ | 金叶珠宝 | 12.68 | 5.57       | 0.98        | 0.31  | 0.44  | 12.94 | 40.90 | 28.82 | 1.69  | 7.50 |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

#### 3.2、若金矿注入兑现，股价仍有上行空间

公司金矿资产注入临近，因为尚无拟注入资产和注入方案的相关信息，我们按照市场公允价值粗略测算了此部分资产对公司估值的提升<sup>1</sup>。

A 股中黄金矿开采为主业的中金黄金（600489）和山东黄金（600547）市值和储量的比分别为 1.11 亿元/吨和 1.29 亿元/吨之间，出于谨慎，在对金叶珠宝拟注入金矿带来的市值贡献测算中，我们选取较小值 1.11 亿元/吨。

<sup>1</sup>这种方法只是粗略的测算，由于没有拟注入资产的质地和注入方案，如下因素的差异会导致估算的价格不同：矿的证照手续完备程度；开采条件和开采成本；已开发程度；品味、品质；储量探明程度、盈利能力。

表 2、中金黄金和山东黄金的储量和市值的比率情况（基准日期 2012 年 12 月 18 日）

| 公司名称          | 市值 (亿元) | 黄金矿储量 (吨) | 权益储量 (吨) | 市值储量比 (亿/吨) |
|---------------|---------|-----------|----------|-------------|
| 中金黄金 (600489) | 474.74  | 570.05    | 427.5    | 1.29        |
| 山东黄金 (600547) | 532.09  | 433       | 411      | 1.11        |

根据行业经验，每吨金矿储量在一级市场的价值在 2000 万—5000 万人民币之间（因矿的储量大小带来的规模效益，开采难以程度，品位，平均开采成本，探明程度等方面不同而不同）。同时我们统计今年以来山东黄金（600547）几次金矿资产注入每吨储量的评估价值大约在 2000—5000 万/吨，平均成本为 3900 万元/吨。这个数字略高于行业经验中值，出于谨慎我们假设未来大股东拟注入的金矿按照 4000 万元/吨作价。

表 3、山东黄金几次金矿资产注入的定价情况

| 收购项目                 | 权益类型  | 收购时间       | 评估情况   | 金矿储量 (吨) | 资产评估价值   | 每吨储量评估价值 (万元) |
|----------------------|-------|------------|--|----------|----------|---------------|
| 福建省政和县源鑫矿业有限公司 80%股权 | 采矿权   | 2012.10.17 | 保有资源：金属量 10.94 吨，平均品位 3.78 克/吨；Ag117 吨，平均品位 40 克/吨；        | 10.940   | 5.747006 | 5253.21       |
| 四儿沟门金矿详查探矿权          | 详查探矿权 | 2012.3.8   | 保有资源：金金属量 14.979 吨，平均品位 3.24×10 <sup>-6</sup> ；矿区另外有扩展增储空间 | 14.979   | 7.521670 | 5021.48       |
| 小东沟金矿详查探矿权           | 普查探矿权 | 2012.3.8   | 保有资源：金金属量 17.613 吨，平均品位 1.61×10 <sup>-6</sup>              | 17.613   | 3.714964 | 2109.28       |
| 合计                   |       |            |  | 43.532   | 16.98364 | 3901.42       |

根据股东承诺，拟注入不低于 20 亿优质的金矿资源计算，如按照每吨储量作价 4000 万计算，约需要注入黄金金属储量 50 吨。假定增发价格假设为 11.98 元/股（股东承诺不低于此价），对应增发新股 1.67 亿股。据如此这算，资产注入后，公司的每股市场价值约为 14.42 元，较市价 12.72 元相比，仍有 1.7 元上行空间。

表 4、相关公司估值对比

| 资产和业务    | 估值逻辑   | 资产注入后市值 | 总股本 (亿) | 每股股价 (元/股) |
|----------|--|---------|---------|------------|
| 现有资产和业务  | 我们测算公司 2013 年归母净利润 2.47 亿，按照 20 倍 PE 计算，现有资产的市场价值约为 49.4 亿 | 49.40   | 5.57    | 14.42      |
| 拟注入的金矿资产 | 按照注入黄金储量 50 吨计算，每吨黄金对应上市公司市值 1.1 亿，此部分资产对应市值 55 亿          | 55      | 1.67    |            |
| 合计       |  | 104.4   | 113.10  |            |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

单就 PE、PB 分析，公司估值倍数远高于同类公司。如果大股东以合理的价格注入 20 亿金矿公司每股市场价值大约在 14.42 元左右，较目前的股价仍有一定上行空间。

我们分析大股东金矿注入是大概率事件，首次覆盖，给予公司增持的评级。

## 4、风险提示

(1) 金矿注入能否实现上不可控，即使金矿能注入落实，相关资产定价方案目前也不得而知，而这直接关系到公众股东的利益和对公司的股价判断。

(2) 公司加工业务在业内具有较好的口碑，品牌和渠道建设正如火如荼的展开，但是珠宝饰品属于充分竞争行业，品牌和渠道扩张不达预期也是潜在的风险。

表 5、公司三大报表预测

| 证券代码:              | 000587.sz   | 股票价格:        | 12.47        | 投资评级:        | 增持                 | 日期:         | 2012/12/18   |              |              |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>财务指标</b>        | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | <b>每股指标与估值</b>     | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |             |              |              |              |
| ROE                | 63%         | 17%          | 19%          | 20%          | EPS                | 0.98        | 0.31         | 0.44         | 0.56         |
| 毛利率                | 11%         | 7%           | 7%           | 7%           | BVPS               | 1.56        | 1.86         | 2.29         | 2.82         |
| 期间费率               | 4%          | 4%           | 3%           | 3%           | <b>估值</b>          |             |              |              |              |
| 销售净利率              | 22%         | 3%           | 4%           | 4%           | P/E                | 12.71       | 39.63        | 28.16        | 22.39        |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 8.00        | 6.70         | 5.45         | 4.42         |
| 收入增长率              | 1890%       | 106%         | 30%          | 30%          | P/S                | 2.76        | 1.34         | 1.03         | 0.79         |
| 利润增长率              | -448%       | -68%         | 41%          | 26%          |                    |             |              |              |              |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| 总资产周转率             | 1.82        | 2.73         | 3.07         | 3.40         | 营业收入               | 2519        | 5200         | 6760         | 8760         |
| 应收账款周转率            | 7.27        | 7.27         | 7.27         | 7.27         | 营业成本               | 2240        | 4822         | 6254         | 8120         |
| 存货周转率              | 3.08        | 5.33         | 5.33         | 5.33         | 营业税金及附加            | 4           | 9            | 12           | 15           |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               | 35          | 86           | 112          | 145          |
| 资产负债率              | 37%         | 46%          | 42%          | 39%          | 管理费用               | 36          | 49           | 68           | 93           |
| 流动比                | 2.54        | 2.19         | 2.37         | 2.57         | 财务费用               | 14          | 41           | 43           | 46           |
| 速动比                | 1.13        | 1.14         | 1.10         | 1.04         | 其他费用/(-收入)         | (2)         | (2)          | (2)          | (2)          |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | 营业利润               | 189         | 191          | 269          | 339          |
| 现金及现金等价物           | 182         | 168          | (51)         | (343)        | 营业外净收支             | 408         | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项               | 346         | 715          | 929          | 1204         | 利润总额               | 596         | 191          | 269          | 339          |
| 存货净额               | 727         | 906          | 1175         | 1525         | 所得税费用              | 50          | 16           | 23           | 28           |
| 其他流动资产             | 51          | 106          | 138          | 179          | 净利润                | 546         | 175          | 247          | 310          |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>1306</b> | <b>1895</b>  | <b>2191</b>  | <b>2565</b>  | 少数股东损益             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产               | 68          | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司净利润          | 546         | 175          | 247          | 310          |
| 在建工程               | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| 无形资产及其他            | 4           | 4            | 4            | 3            | 经营活动现金流            | (221)       | (522)        | (326)        | (430)        |
| 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            | 净利润                | 546         | 175          | 247          | 310          |
| <b>资产总计</b>        | <b>1384</b> | <b>1904</b>  | <b>2200</b>  | <b>2574</b>  | 少数股东权益             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款               | 280         | 530          | 530          | 530          | 折旧摊销               | 5           | 7            | 0            | 0            |
| 应付款项               | 30          | 64           | 83           | 108          | 公允价值变动             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 预收帐款               | 63          | 130          | 170          | 220          | 营运资金变动             | (772)       | (704)        | (574)        | (741)        |
| 其他流动负债             | 140         | 140          | 140          | 140          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(11)</b> | <b>68</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>513</b>  | <b>865</b>   | <b>923</b>   | <b>998</b>   | 资本支出               | (68)        | 68           | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券          | 0           | 0            | 0            | 0            | 长期投资               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债             | 2           | 2            | 2            | 2            | 其他                 | 58          | 0            | 0            | 0            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>2</b>    | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>217</b>  | <b>243</b>   | <b>(9)</b>   | <b>(12)</b>  |
| <b>负债合计</b>        | <b>515</b>  | <b>867</b>   | <b>925</b>   | <b>1000</b>  | 债务融资               | 62          | 250          | 0            | 0            |
| 股本                 | 557         | 557          | 557          | 557          | 权益融资               | 380         | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益               | 868         | 1037         | 1275         | 1573         | 其它                 | (226)       | (7)          | (9)          | (12)         |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>1384</b> | <b>1904</b>  | <b>2200</b>  | <b>2573</b>  | 现金净增加额             | (14)        | (210)        | (336)        | (442)        |

资料来源: 公司数据 国海证券研究所

## 【分析师承诺】

李会坤，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

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 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

| 姓名 | 固话               | 手机          | 邮箱               |
|----|------------------|-------------|------------------|
| 林莉 | 010-88576936-818 | 13811639168 | linl@ghzq.com.cn |
| 白丹 | 010-88576933-803 | 18801090832 | baid@ghzq.com.cn |

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道787号5楼

| 姓名  | 固话           | 手机          | 邮箱                  |
|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 郭强  | 021-20281098 | 13381965719 | guoq01@ghzq.com.cn  |
| 陈蓉  | 021-20281099 | 13801605631 | chenr@ghzq.com.cn   |
| 曹莹  | 021-20281095 | 15013819353 | caoy01@ghzq.com.cn  |
| 胡超  | 021-20281096 | 13761102952 | huc@ghzq.com.cn     |
| 梁柳欣 | 021-20281099 | 13524364843 | lianglx@ghzq.com.cn |
| 颜彦  | 0771-5536202 | 15978141626 | yany@ghzq.com.cn    |

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

| 姓名  | 固话            | 手机          | 邮箱                    |
|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 徐伟平 | 0755-83705955 | 15012898363 | xuwp@ghzq.com.cn      |
| 张亦潇 | 0755-83702462 | 13725559855 | zhangyx01@ghzq.com.cn |
| 王帆  | 0755-83025049 | 13509639899 | wangf01@ghzq.com.cn   |
| 李慧  | 0755-83707040 | 13823570518 | lih03@ghzq.com.cn     |
| 张宇松 | 0755-83716857 | 13530666614 | zhangys01@ghzq.com.cn |
| 周振宁 | 0755-82835810 | 15220268966 | zhouzn@ghzq.com.cn    |
| 马鑫  | 0755-83702072 | 18630119510 | max01@ghzq.com.cn     |