

# 安居宝 (300155.SZ) 通讯终端设备行业

评级: 买入 首次评级

公司研究简报

市价(人民币): 15.48元

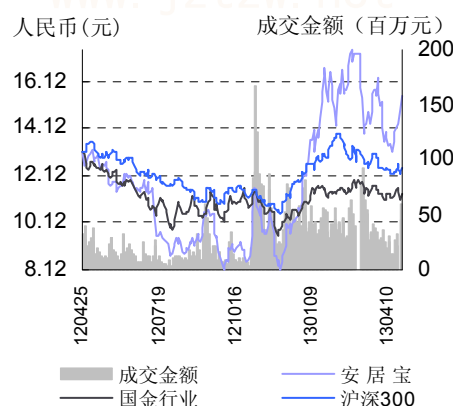
目标(人民币): 18.56元

## 刚开始加杠杆的社区安防龙头

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) | 57.76      |
| 总市值(百万元)     | 27.86      |
| 年内股价最高最低(元)  | 17.47/8.12 |
| 沪深300指数      | 2495.58    |



### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.329  | 0.421  | 0.579  | 0.846  | 1.097  |
| 每股净资产(元)    | 5.65   | 5.66   | 6.11   | 6.82   | 7.79   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.26   | 0.37   | -0.01  | 0.46   | 0.64   |
| 市盈率(倍)      | 39.84  | 29.84  | 26.71  | 18.29  | 14.11  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 28.21  | 78.49  | 79.76  | 79.76  | 79.76  |
| 净利润增长率(%)   | -6.43% | 28.00% | 37.68% | 46.03% | 29.68% |
| 净资产收益率(%)   | 5.82%  | 7.44%  | 9.49%  | 12.40% | 14.08% |
| 总股本(百万股)    | 180.00 | 180.00 | 180.00 | 180.00 | 180.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **楼宇对讲业务进入规模效应期, 份额将稳步提升:** 目前公司在国内楼宇对讲市场的份额超过 15%, 已经达到规模效应。预计未来份额将每年提升 3 个百分点, 3-5 年内超过 30% 的份额。
- **智能家居基数虽低, 但未来是楼宇对讲的有力补充:** 智能家居目前基数仍然不高, 主要是由于行业仍然处于孵化期。公司上市以来一直在智能家居方面进行投入, 一旦行业成熟(2015年后), 将对楼宇对讲有力补充。
- **公司销售渠道具有网络价值, 叠加停车场系统、配线业务可深度挖掘销售网络价值:** 公司的下游客户主要是零散的建筑工程商, 通过楼宇对讲产品的销售, 公司建立了全国范围内的销售网络。目前公司将在这个销售网络上叠加停车场产品和弱电配线产品, 我们认为会快速实现规模销售。
- **进军平安城市有望使公司闲置资金充分发挥作用, 从而提升估值水平:** 公司入股奥迪安后, 将通过自身上市公司平台和资金优势与奥迪安联手竞争广东省的各类平安城市集成业务。我们认为大规模的平安城市 BT 项目能够有效的发挥公司闲置资金回报水平, 从而提升公司的估值。
- **目前公司处于明显的加杠杆周期开端:** 公司经营风格稳健, 但目前为了更加快速的上一个台阶, 公司将综合采用价格杠杆、激励杠杆和潜在财务杠杆等手段, 目前处于明显的加杠杆周期的开端。适度激进, 利大于弊。

### 投资建议

- 虽然自去年底以来公司股价已经有不小的涨幅。但是考虑到行业基本面的改善、公司竞争力的显著提升, 以及公司有可能积极的采用市场份额杠杆、激励杠杆和财务杠杆, 我们认为公司将进入利润增长爆发期, 未来三年复合 40% 的净利润增长可能性很大。建议投资者在目前价位做一定的底仓配置, 我们首次评级给予“买入”评级。

### 估值

- 预计未来三年 EPS 分别为 0.58 元、0.85 元和 1.10 元。我们给予公司未来 6-12 个月 18.56 元-18.71 元目标价位, 相当于 32x13PE, 若考虑 13、14 年复合增长, 该目标价 PEG 为 0.8。

### 风险

- 房地产竣工面积增长的周期性, 给公司带来一定的周期性。
- 虽然平安城市项目订单较大, 获得订单的时间点和可能性仍然无法判断。

赵旭翔 联系人  
(8621)61038323  
zhaoux@gjzq.com.cn

郑宏达 联系人  
(8621)60753908  
zhenghd@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 内容目录

|   |   |
|---|---|
| 公司基本面分析.....                              | 3 |
| 楼宇对讲和智能家居组成的大对讲业务，无论从近期远期看，都将保持高景气度 ..... | 3 |
| 停车场和弱电配线业务挖掘公司的销售网络价值 .....               | 3 |
| 入股奥迪安，进入城市安防市场，投资者可参考华平、高新兴案例.....        | 3 |
| 公司经营稳健，但目前处于明显的加杠杆周期的开端，适度的激进对基本面有利 ..... | 3 |
| 盈利预测和估值.....                              | 4 |
| 销售收入预测表.....                              | 4 |
| 业绩预测 .....                                | 6 |
| 估值 .....                                  | 6 |
| 投资建议 .....                                | 7 |
| 风险 .....                                  | 7 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....                         | 8 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图表 1: 销售预测明细 .....   | 5 |
| 图表 2: 未来三年销售收入预测 .....   | 6 |
| 图表 3: 未来三年 EPS 预测 .....  | 6 |
| 图表 4: 取 $K_a=10\%$ 、TV 增长率为 $3\%$ ，公司的 APV 估值为 18.71 元.....                            | 6 |
| 图表 5: $K_a=9.5\%$ 、 $10\%$ 、 $10.5\%$ ；TV 增长率为 $2.5\%$ 、 $3\%$ 、 $3.5\%$ ，敏感性测试如下..... | 7 |

## 公司基本面分析

**楼宇对讲和智能家居组成的大对讲业务，无论从近期远期看，都将保持高景气度**

- 楼宇对讲行业的增速与房地产的竣工面积紧密相关。虽然近两年房地产竣工量的增速出现一定程度的放缓，但是仍然维持在两位数水平。并且在 2013 年出现了明显的回升势头，因此楼宇对讲的行业增速也出现了回升。
- 按照公司 2012 年楼宇对讲发货 120 万套计算，其市场份额已经超过 15%，系国内最大的楼宇对讲供应商。经过我们的调研，我们认为公司已经进入了经济规模。对于其竞争对手，公司拥有更加明显的规模效应。无论从竞争胜出的可能性还是从公司自身制定的任务来说，每年市场份额提升 3 个百分点是一个中性的判断。3 个百分点相当于 15-20% 的收入增速，叠加行业本来就能达到的两位数的增速，公司的楼宇对讲业务收入增速的中性预测为复合 30%-35%。
- 因此，我们认为在可见的 3 年内，公司的楼宇对讲业务处于高景气度。
- 如果考虑到 2015 年后，房地产市场可能出现的增长见顶，以及届时公司楼宇对讲业务的份额已经达到或者接近 30%，其增长也将随行业放缓。
- 但我们认为，2015 年前后智能家居行业也将孵化完成。安居宝自上市以来持续投入智能家居的市场和研发，在 2015 年前后抓住智能家居的第一波机会概率很大。
- 从公司的产品结构来看，智能家居和楼宇对讲业务一脉相承，由此组合的大对讲业务，无论近期还是远期，都将呈现高景气程度。

**停车场和弱电配线业务挖掘公司的销售网络价值**

- 虽然单纯的楼宇对讲本身技术难度并不高，但是公司面对庞大的施工队和房地产开发商客户群体，需要一张有效的销售网络才能实现持续增长。公司在销售楼宇对讲的过程中形成的销售网络是非常宝贵的，如何深度挖掘这个销售网络的价值，成为公司进一步实现自身价值的重要一步。
- 自 2012 年以来，公司在停车场系统和小区弱电配线等领域拓展业务，实现了合计约 2000 万元的销售收入，这便是对销售网络的有效挖掘。我们预计 2013 年，停车场系统和配线业务的销售收入将接近 4000 万元。

**入股奥迪安，进入城市安防市场，投资者可参考华平、高新兴案例**

- 2013 年，公司通过入股奥迪安监控，计划参与广东省的平安城市项目竞争。按照《广东省社会治安视频监控系统建设规划（2012-2014 年）》未来三年，广东省将新建 96 万个电子眼。按照一个视频监控点（包括摄像头、立杆、传输以及后台监控中心）2 万元的造价，96 万个视频监控点就需要将近 200 亿元。即使将该计划的执行进度打 5 折，未来三年内，广东省也将有超过 100 亿的监控项目需求。
- 安防监控类的项目中，硬件设备和产品提供商份额比较集中，这是因为硬件产品主要考察的是品牌和技术积累，壁垒较高，难有新进入者。但是项目集成商比较分散，这主要是因为项目集成的竞争焦点在商务关系、公司规模以及资金实力等。
- 未来大多数的安防项目集成商都将接受 BT 的项目方式，因此资金实力成为重要的考量。因此，此前没有安防项目经验的厂商，也是能够成为安防系统集成商的，投资者可参考华平和高新兴的案例。更何况，我们认为安居宝本身就属于社区安防这个大安防范畴内的供应商，在入股奥迪安之后，经验资质的问题基本上可以解决。

**公司经营稳健，但目前处于明显的加杠杆周期的开端，适度的激进对基本面有利**

- 从公司的销售收款情况、经营性现金流的情况、以及公司没有做任何研发费用资本化等财务处理的角度来看，我们判断公司的经营风格整体比较稳健。
- 但是，从公司近期的一系列动作来看，我们认为管理层已经开始转向适度激进的方向。
  - 激励杠杆：限制性股票的规模较大，行权条件对业绩增长的要求较高。
  - 潜在的财务杠杆：入股奥迪安，准备采用 BT 项目方式提高资金利用效率。
  - 价格杠杆：2013 年 35%以上销售增速和利润增速的展望，预示着公司将更加倾向于扩大市场份额，不排除公司采用价格杠杆，加速挤压对手。
- 4 月 24 日，公司限制性股票已经公告授予。我们认为，这是安居宝在经营上加杠杆的开端。
- 同时，我们认为投资者不用担心过于激进的问题。公司仅仅从保守经营专项适度激进，在公司产品力和品牌力上升的阶段，利大于弊。

### 盈利预测和估值

#### 销售收入预测表

- 以下为详细的销售预测数据

**图表1: 销售预测明细**

产品销售收入 (单位: 人民币百万元)

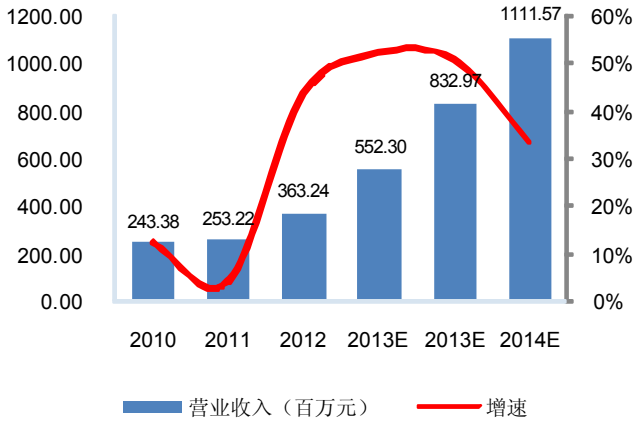
| 项 目                | 2012          | 2013E         | 2014E         | 2015E          | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>楼宇对讲系统</b>      |               |               |               |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 324.83        | 448.27        | 582.75        | 670.16         | 770.68         | 847.75         | 932.52         |
| 增长率 (YOY)          | 39.95%        | 38.00%        | 30.00%        | 15.00%         | 15.00%         | 10.00%         | 10.00%         |
| 毛利率                | 48.08%        | 47.00%        | 46.00%        | 45.00%         | 44.55%         | 44.10%         | 43.66%         |
| 销售成本 (百万元)         | 168.65        | 237.58        | 314.68        | 368.59         | 427.34         | 473.85         | 525.35         |
| 增长率 (YOY)          | 35.64%        | 40.87%        | 32.45%        | 17.13%         | 15.94%         | 10.88%         | 10.87%         |
| 毛利 (百万元)           | 156.18        | 210.68        | 268.06        | 301.57         | 343.34         | 373.90         | 407.17         |
| 增长率 (YOY)          | 44.93%        | 34.90%        | 27.23%        | 12.50%         | 13.85%         | 8.90%          | 8.90%          |
| 占总销售额比重            | 89.44%        | 81.16%        | 69.96%        | 60.29%         | 58.16%         | 54.75%         | 52.80%         |
| 占主营业务利润比重          | 89.65%        | 83.02%        | 74.21%        | 66.38%         | 64.06%         | 60.45%         | 58.00%         |
| <b>智能家居系统</b>      |               |               |               |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 18.08         | 25.31         | 35.44         | 53.16          | 79.73          | 119.60         | 179.40         |
| 增长率 (YOY)          | 40.26%        | 40.00%        | 40.00%        | 50.00%         | 50.00%         | 50.00%         | 50.00%         |
| 毛利率                | 51.42%        | 51.00%        | 50.00%        | 49.50%         | 49.01%         | 48.51%         | 48.03%         |
| 销售成本 (百万元)         | 8.78          | 12.40         | 17.72         | 26.84          | 40.66          | 61.58          | 93.23          |
| 增长率 (YOY)          | 64.35%        | 41.21%        | 42.86%        | 51.50%         | 51.47%         | 51.44%         | 51.41%         |
| 毛利 (百万元)           | 9.30          | 12.91         | 17.72         | 26.31          | 39.07          | 58.02          | 86.16          |
| 增长率 (YOY)          | 23.20%        | 38.86%        | 37.25%        | 48.50%         | 48.50%         | 48.50%         | 48.50%         |
| 占总销售额比重            | 4.98%         | 4.58%         | 4.25%         | 4.78%          | 6.02%          | 7.72%          | 10.16%         |
| 占主营业务利润比重          | 5.34%         | 5.09%         | 4.91%         | 5.79%          | 7.29%          | 9.38%          | 12.27%         |
| <b>停车场系统</b>       |               |               |               |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 11.18         | 22.36         | 40.25         | 56.35          | 73.25          | 95.23          | 114.27         |
| 增长率 (YOY)          |               | 100.00%       | 80.00%        | 40.00%         | 30.00%         | 30.00%         | 20.00%         |
| 毛利率                | 39.45%        | 38.00%        | 37.00%        | 35.00%         | 34.65%         | 34.30%         | 33.96%         |
| 销售成本 (百万元)         | 6.77          | 13.86         | 25.36         | 36.63          | 47.87          | 62.56          | 75.46          |
| 增长率 (YOY)          |               | 104.79%       | 82.90%        | 44.44%         | 30.70%         | 30.69%         | 20.63%         |
| 毛利 (百万元)           | 4.41          | 8.50          | 14.89         | 19.72          | 25.38          | 32.67          | 38.81          |
| 增长率 (YOY)          |               | 92.65%        | 75.26%        | 32.43%         | 28.70%         | 28.70%         | 18.80%         |
| 占总销售额比重            | 3.08%         | 4.05%         | 4.83%         | 5.07%          | 5.53%          | 6.15%          | 6.47%          |
| 占主营业务利润比重          | 2.53%         | 3.35%         | 4.12%         | 4.34%          | 4.74%          | 5.28%          | 5.53%          |
| <b>其他(未来以配线为主)</b> |               |               |               |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 9.09          | 16.36         | 24.54         | 31.91          | 41.48          | 53.92          | 64.71          |
| 增长率 (YOY)          | 12.22%        | 80.00%        | 50.00%        | 30.00%         | 30.00%         | 30.00%         | 20.00%         |
| 毛利率                | 47.49%        | 47.00%        | 45.00%        | 43.00%         | 42.57%         | 42.14%         | 41.72%         |
| 销售成本 (百万元)         | 4.77          | 8.67          | 13.50         | 18.19          | 23.82          | 31.20          | 37.71          |
| 增长率 (YOY)          | 72.00%        | 81.68%        | 55.66%        | 34.73%         | 30.98%         | 30.96%         | 20.87%         |
| 毛利 (百万元)           | 4.32          | 7.69          | 11.04         | 13.72          | 17.66          | 22.72          | 27.00          |
| 增长率 (YOY)          | -18.93%       | 78.14%        | 43.62%        | 24.22%         | 28.70%         | 28.70%         | 18.80%         |
| 占总销售额比重            | 2.50%         | 2.96%         | 2.95%         | 2.87%          | 3.13%          | 3.48%          | 3.66%          |
| 占主营业务利润比重          | 2.48%         | 3.03%         | 3.06%         | 3.02%          | 3.29%          | 3.67%          | 3.85%          |
| <b>平安城市</b>        |               |               |               |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 0.00          | 40.00         | 150.00        | 300.00         | 360.00         | 432.00         | 475.20         |
| 增长率 (YOY)          |               |               | 275.00%       | 100.00%        | 20.00%         | 20.00%         | 10.00%         |
| 毛利率                | 0.00%         | 35.00%        | 33.00%        | 31.00%         | 30.69%         | 30.38%         | 30.08%         |
| 销售成本 (百万元)         | 0.00          | 26.00         | 100.50        | 207.00         | 249.52         | 300.75         | 332.26         |
| 增长率 (YOY)          |               |               | 286.54%       | 105.97%        | 20.54%         | 20.53%         | 10.48%         |
| 毛利 (百万元)           | 0.00          | 14.00         | 49.50         | 93.00          | 110.48         | 131.25         | 142.94         |
| 增长率 (YOY)          |               |               | 253.57%       | 87.88%         | 18.80%         | 18.80%         | 8.90%          |
| 占总销售额比重            | 0.00%         | 7.24%         | 18.01%        | 26.99%         | 27.17%         | 27.90%         | 26.91%         |
| 占主营业务利润比重          | 0.00%         | 4.69%         | 10.49%        | 14.15%         | 14.00%         | 14.11%         | 13.43%         |
| <b>销售总收入 (百万元)</b> | <b>363.18</b> | <b>552.30</b> | <b>832.97</b> | <b>1111.57</b> | <b>1325.14</b> | <b>1548.50</b> | <b>1766.10</b> |
| <b>销售总成本 (百万元)</b> | <b>188.98</b> | <b>298.52</b> | <b>471.76</b> | <b>657.24</b>  | <b>789.21</b>  | <b>929.93</b>  | <b>1064.02</b> |
| <b>毛利 (百万元)</b>    | <b>174.20</b> | <b>253.78</b> | <b>361.22</b> | <b>454.32</b>  | <b>535.93</b>  | <b>618.56</b>  | <b>702.08</b>  |
| <b>平均毛利率</b>       | <b>47.97%</b> | <b>45.95%</b> | <b>43.36%</b> | <b>40.87%</b>  | <b>40.44%</b>  | <b>39.95%</b>  | <b>39.75%</b>  |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

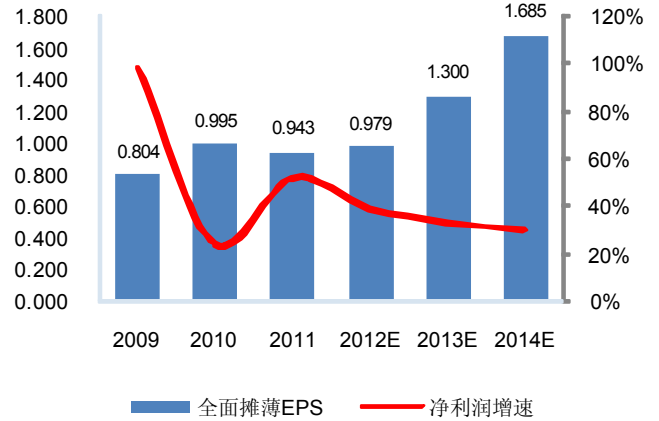
业绩预测

- 我们预计 2013-2015 年，公司将实现销售收入 5.52 亿元、8.33 亿元和 11.12 亿元，销售收入分别增长 52.05%、50.82%和 33.45%。
- 预计 2013-2015 年，公司实现净利润 1.03 亿元、1.50 亿元和 1.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.85 元和 1.10 元。

图表2: 未来三年销售收入预测



图表3: 未来三年 EPS 预测



来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 18.56 元目标价位，相当于 32x13PE，若考虑 13、14 年复合增长，该目标价 PEG 为 0.8。
- 另，取  $K_a=10\%$ 、TV 增长率为 3%，公司的 APV 估值为 18.71 元。

图表4: 取  $K_a=10\%$ 、TV 增长率为 3%，公司的 APV 估值为 18.71 元

| I、APV          |          |                |       |        |        |        |        |        |        |        |          |          |
|----------------|----------|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 每股价值           | 18.71    | TV 增长率         |       | 3.0%   |        |        |        |        |        |        |          |          |
| 企业值            | 3,370.93 | K <sub>a</sub> |       | 10.00% |        |        |        |        |        |        |          |          |
| 股票价值           | 3,368.26 | 债务             |       | 0.00   |        |        |        |        |        |        |          |          |
|                |          | 投资             |       | 0.00   |        |        |        |        |        |        |          |          |
|                |          | 少数股东权益         |       | 2.67   |        |        |        |        |        |        |          |          |
| 会计年度截止日: 12/31 | 2013     | 2014E          | 2015E | 2016E  | 2017E  | 2018E  | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2022E  | TV       | 合计       |
| FCF            | -62.92   | 45.27          | 76.57 | 177.96 | 227.65 | 282.57 | 300.75 | 342.93 | 358.22 | 403.18 | 5,932.54 | 8,084.73 |
| ITS            | 0.00     | 0.00           | 0.00  | 0.02   | 0.04   | 0.07   | 0.11   | 0.16   | 0.22   | 0.29   | 4.24     | 5.16     |
| PV(FCF)        | -57.20   | 37.41          | 57.53 | 121.55 | 141.35 | 159.50 | 154.33 | 159.98 | 151.92 | 155.44 | 2,287.25 | 3,369.08 |
| PV(ITS)        | 0.00     | 0.00           | 0.00  | 0.01   | 0.03   | 0.04   | 0.06   | 0.08   | 0.00   | 0.00   | 1.64     | 1.85     |

来源: 国金证券研究所

- 分别取  $K_a=9.5\%$ 、 $10\%$ 、 $10.5\%$ ; TV 增长率为 2.5%、3%、3.5%，敏感性测试如下表

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表5:  $Ka=9.5\%$ 、 $10\%$ 、 $10.5\%$ ;  $TV$  增长率为  $2.5\%$ 、 $3\%$ 、 $3.5\%$ , 敏感性测试如下

敏感性--APV

| Ka           | TV计算方法          |                 |                 |                 |                 |                 | 1. TV增长率 (%)      |                 |                 |  |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|--|
|              | 1. TV增长率 (%)    |                 |                 |                 |                 |                 | 2. FCF/ITS 倍数 (x) |                 |                 |  |
| 低            | 10.50%          |                 |                 |                 |                 |                 | 低                 | 40.00           |                 |  |
| 中            | 10.00%          |                 |                 |                 |                 |                 | 中                 | 30.00           |                 |  |
| 高            | 9.50%           |                 |                 |                 |                 |                 | 高                 | 20.00           |                 |  |
| TV增长率 (%)    | 2.5%            |                 |                 | 3.0%            |                 |                 | 3.5%              |                 |                 |  |
| Ka           | 9.50%           | 10.00%          | 10.50%          | 9.50%           | 10.00%          | 10.50%          | 9.50%             | 10.00%          | 10.50%          |  |
| PV(FCF)      | 1,117.15        | 1,081.82        | 1,047.84        | 1,117.15        | 1,081.82        | 1,047.84        | 1,117.15          | 1,081.82        | 1,047.84        |  |
| PV(ITS)      | 0.44            | 0.42            | 0.40            | 0.44            | 0.42            | 0.40            | 0.44              | 0.42            | 0.40            |  |
| 小计           | <b>1,117.59</b> | <b>1,082.24</b> | <b>1,048.25</b> | <b>1,117.59</b> | <b>1,082.24</b> | <b>1,048.25</b> | <b>1,117.59</b>   | <b>1,082.24</b> | <b>1,048.25</b> |  |
| <b>TV的计算</b> |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |  |
| TV(FCF)      | 5,903.75        | 5,510.16        | 5,165.78        | 6,388.89        | 5,932.54        | 5,537.04        | 6,954.90          | 6,419.91        | 5,961.34        |  |
| TV(ITS)      | 4.22            | 3.94            | 3.69            | 4.57            | 4.24            | 3.96            | 4.97              | 4.59            | 4.26            |  |
| PV(TV(FCF))  | 2,382.25        | 2,124.41        | 1,903.32        | 2,578.01        | 2,287.25        | 2,040.12        | 2,806.40          | 2,475.15        | 2,196.45        |  |
| PV(TV(ITS))  | 1.70            | 1.52            | 1.36            | 1.84            | 1.64            | 1.46            | 2.01              | 1.77            | 1.57            |  |
| 小计           | <b>2,383.95</b> | <b>2,125.93</b> | <b>1,904.69</b> | <b>2,579.85</b> | <b>2,288.89</b> | <b>2,041.58</b> | <b>2,808.41</b>   | <b>2,476.92</b> | <b>2,198.02</b> |  |
| 非经营性资产       | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            |  |
| <b>企业值</b>   | <b>3,501.54</b> | <b>3,208.17</b> | <b>2,952.93</b> | <b>3,697.44</b> | <b>3,371.13</b> | <b>3,089.82</b> | <b>3,926.00</b>   | <b>3,559.17</b> | <b>3,246.27</b> |  |
| 债务           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00              | 0.00            | 0.00            |  |
| 少数股东权益       | 2.67            | 2.67            | 2.67            | 2.67            | 2.67            | 2.67            | 2.67              | 2.67            | 2.67            |  |
| <b>股票价值</b>  | <b>3,498.86</b> | <b>3,205.50</b> | <b>2,950.26</b> | <b>3,694.77</b> | <b>3,368.46</b> | <b>3,087.15</b> | <b>3,923.32</b>   | <b>3,556.49</b> | <b>3,243.59</b> |  |
| 发行在外股数       | 180.00          | 180.00          | 180.00          | 180.00          | 180.00          | 180.00          | 180.00            | 180.00          | 180.00          |  |
| 每股股票价值       | 19.44           | 17.81           | 16.39           | 20.53           | 18.71           | 17.15           | 21.80             | 19.76           | 18.02           |  |

来源: 国金证券研究所

## 投资建议

- 虽然自去年底以来公司股价已经有不小的涨幅。但是考虑到行业基本面的改善、公司竞争力的显著提升, 以及公司有可能积极的采用市场份额杠杆、激励杠杆和财务杠杆, 我们认为公司将进入利润增长爆发期, 未来三年复合 40% 的净利润增长可能性很大。建议投资者在目前价位做一定的底仓配置, 我们首次评级给予“买入”评级。
- 给予 6-12 个月目标价 18.56 元-18.71 元。

## 风险

- 房地产竣工面积增长的周期性, 给公司带来一定的周期性。
- 平安城市项目订单较大, 获得订单的时间点和可能性仍然无法判断。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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)  |              |              |              |              |              |              |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013E      | 2014E      | 2015E      |                 | 2010         | 2011         | 2012         | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
| 主营业务收入                | 243        | 253        | 363        | 552        | 833        | 1,112      | 货币资金            | 917          | 858          | 824          | 807          | 870          | 973          |
| 增长率                   |            | 4.0%       | 43.5%      | 52.0%      | 50.8%      | 33.4%      | 应收款项            | 43           | 56           | 77           | 118          | 189          | 268          |
| 主营业务成本                | -122       | -132       | -189       | -299       | -472       | -657       | 存货              | 46           | 58           | 84           | 115          | 181          | 252          |
| %销售收入                 | 50.3%      | 52.3%      | 52.1%      | 54.1%      | 56.6%      | 59.1%      | 其他流动资产          | 7            | 22           | 28           | 8            | 11           | 15           |
| 毛利                    | 121        | 121        | 174        | 254        | 361        | 454        | 流动资产            | 1,013        | 995          | 1,013        | 1,048        | 1,252        | 1,507        |
| %销售收入                 | 49.7%      | 47.7%      | 47.9%      | 45.9%      | 43.4%      | 40.9%      | %总资产            | 92.8%        | 90.8%        | 81.8%        | 81.5%        | 83.2%        | 85.0%        |
| 营业税金及附加               | -2         | -3         | -4         | -6         | -8         | -11        | 长期投资            | 0            | 0            | 0            | 1            | 0            | 0            |
| %销售收入                 | 1.0%       | 1.0%       | 1.0%       | 1.0%       | 1.0%       | 1.0%       | 固定资产            | 63           | 84           | 190          | 207          | 222          | 236          |
| 营业费用                  | -37        | -49        | -64        | -84        | -113       | -136       | %总资产            | 5.7%         | 7.7%         | 15.4%        | 16.1%        | 14.8%        | 13.3%        |
| %销售收入                 | 15.3%      | 19.4%      | 17.5%      | 15.3%      | 13.6%      | 12.3%      | 无形资产            | 14           | 14           | 31           | 28           | 28           | 29           |
| 管理费用                  | -30        | -38        | -57        | -78        | -104       | -126       | 非流动资产           | 78           | 101          | 226          | 238          | 253          | 267          |
| %销售收入                 | 12.5%      | 14.9%      | 15.8%      | 14.1%      | 12.5%      | 11.3%      | %总资产            | 7.2%         | 9.2%         | 18.2%        | 18.5%        | 16.8%        | 15.0%        |
| 息税前利润 (EBIT)          | 51         | 31         | 49         | 86         | 136        | 181        | <b>资产总计</b>     | <b>1,092</b> | <b>1,096</b> | <b>1,239</b> | <b>1,286</b> | <b>1,505</b> | <b>1,774</b> |
| %销售收入                 | 20.9%      | 12.4%      | 13.6%      | 15.6%      | 16.3%      | 16.3%      | 短期借款            | 20           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用                  | 0          | 22         | 23         | 17         | 17         | 19         | 应付款项            | 38           | 56           | 186          | 141          | 217          | 295          |
| %销售收入                 | 0.2%       | -8.7%      | -6.4%      | -3.1%      | -2.1%      | -1.7%      | 其他流动负债          | 15           | 15           | 22           | 39           | 47           | 54           |
| 资产减值损失                | -1         | -4         | -3         | -1         | -1         | -1         | 流动负债            | 73           | 71           | 208          | 180          | 263          | 350          |
| 公允价值变动收益              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 长期贷款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 1            |
| 投资收益                  | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 其他长期负债          | 4            | 5            | 10           | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润                 | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | <b>负债</b>       | <b>76</b>    | <b>76</b>    | <b>218</b>   | <b>180</b>   | <b>263</b>   | <b>351</b>   |
| 营业利润                  | 50         | 49         | 70         | 102        | 152        | 199        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,015</b> | <b>1,017</b> | <b>1,019</b> | <b>1,100</b> | <b>1,228</b> | <b>1,403</b> |
| 营业利润率                 | 20.5%      | 19.4%      | 19.2%      | 18.4%      | 18.3%      | 17.9%      | 少数股东权益          | 0            | 3            | 3            | 7            | 13           | 21           |
| 营业外收支                 | 20         | 16         | 17         | 23         | 30         | 37         | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,092</b> | <b>1,096</b> | <b>1,239</b> | <b>1,286</b> | <b>1,505</b> | <b>1,774</b> |
| 税前利润                  | 70         | 65         | 87         | 124        | 182        | 236        | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 利润率                   | 28.8%      | 25.8%      | 23.9%      | 22.5%      | 21.8%      | 21.3%      |                 | 2010         | 2011         | 2012         | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
| 所得税                   | -7         | -6         | -11        | -16        | -24        | -31        | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 所得税率                  | 9.8%       | 9.3%       | 13.2%      | 13.0%      | 13.0%      | 13.0%      | 每股收益            | 0.878        | 0.329        | 0.421        | 0.579        | 0.846        | 1.097        |
| 净利润                   | 63         | 59         | 75         | 108        | 158        | 206        | 每股净资产           | 14.101       | 5.649        | 5.659        | 6.109        | 6.825        | 7.792        |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0          | 4          | 6          | 8          | 每股经营现金净流        | 0.537        | 0.264        | 0.366        | -0.010       | 0.461        | 0.637        |
| 归属于母公司的净利润            | 63         | 59         | 76         | 104        | 152        | 198        | 每股股利            | 0.800        | 0.280        | 0.000        | 0.130        | 0.130        | 0.130        |
| 净利率                   | 26.0%      | 23.4%      | 20.9%      | 18.9%      | 18.3%      | 17.8%      | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |            |            |            |            |            | 净资产收益率          | 6.23%        | 5.82%        | 7.44%        | 9.49%        | 12.40%       | 14.08%       |
|                       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013E      | 2014E      | 2015E      | 总资产收益率          | 5.79%        | 5.40%        | 6.11%        | 8.11%        | 10.12%       | 11.13%       |
| 净利润                   | 63         | 59         | 75         | 108        | 158        | 206        | 投入资本收益率         | 4.43%        | 2.79%        | 4.19%        | 6.76%        | 9.51%        | 11.05%       |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 非现金支出                 | 3          | 7          | 10         | 11         | 12         | 14         | 主营业务收入增长率       | 12.24%       | 4.04%        | 43.45%       | 52.05%       | 50.82%       | 33.45%       |
| 非经营收益                 | 0          | -1         | -2         | -19        | -30        | -37        | EBIT增长率         | 11.12%       | -38.44%      | 57.30%       | 74.29%       | 57.92%       | 33.36%       |
| 营运资金变动                | -27        | -18        | -17        | -103       | -58        | -67        | 净利润增长率          | 23.20%       | -6.43%       | 28.00%       | 37.68%       | 46.03%       | 29.68%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>39</b>  | <b>47</b>  | <b>66</b>  | <b>-2</b>  | <b>83</b>  | <b>115</b> | 总资产增长率          | 435.28%      | 0.35%        | 13.10%       | 3.78%        | 17.00%       | 17.92%       |
| 资本开支                  | -23        | -29        | -58        | -4         | 4          | 10         | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 投资                    | 0          | 0          | -2         | -1         | 0          | 0          | 应收账款周转天数        | 44.6         | 65.3         | 60.1         | 70.0         | 75.0         | 80.0         |
| 其他                    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 存货周转天数          | 134.2        | 143.4        | 137.7        | 140.0        | 140.0        | 140.0        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-23</b> | <b>-29</b> | <b>-60</b> | <b>-5</b>  | <b>4</b>   | <b>10</b>  | 应付账款周转天数        | 72.0         | 98.2         | 89.4         | 80.0         | 80.0         | 80.0         |
| 股权募资                  | 838        | 3          | 0          | 0          | 0          | 0          | 固定资产周转天数        | 39.2         | 50.1         | 140.0        | 99.4         | 70.2         | 55.5         |
| 债权募资                  | 0          | -20        | 0          | -10        | 0          | 1          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 其他                    | -20        | -62        | -41        | 0          | -23        | -23        | 净负债/股东权益        | -88.38%      | -84.14%      | -80.65%      | -72.97%      | -70.12%      | -68.26%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>818</b> | <b>-79</b> | <b>-41</b> | <b>-10</b> | <b>-23</b> | <b>-22</b> | EBIT利息保障倍数      | 119.6        | -1.4         | -2.1         | -5.1         | -7.8         | -9.5         |
| <b>现金净流量</b>          | <b>834</b> | <b>-60</b> | <b>-35</b> | <b>-17</b> | <b>63</b>  | <b>102</b> | 资产负债率           | 7.00%        | 6.90%        | 17.57%       | 13.97%       | 17.51%       | 19.78%       |

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    | 1    | 1    | 7    |
| 增持 | 3    | 3    | 5    | 7    | 8    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 2.00 | 2.00 | 1.92 | 1.90 | 1.78 |

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

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, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net