



骅威股份(002502.SZ)

打开内容的天窗，开启破茧成蝶征程

评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

26.23-27.45

分析师

分析师

陈运红

朱嘉

S0740513080002

S0740510120017

021-2035198

021-20315132

chenyh@r.qizq.com.cn

zhuja@r.qizq.com.cn

陈筱

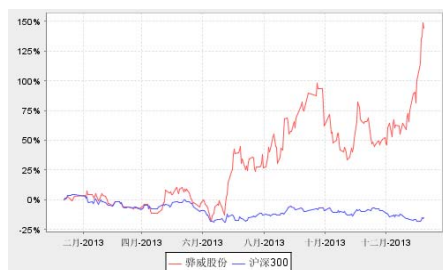
2014年1月26日

S0740513110003

基本状况

总股本(百万股)	140.80
流通股本(百万股)	86.94
市价(元)	23.06
市值(百万元)	3246.85
流通市值(百万元)	2004.93

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	480.63	448.08	408.10	575.26	698.19
营业收入增速	2.07%	-6.77%	-8.92%	40.96%	21.37%
净利润增长率	2.29%	-10.59%	-4.63%	110.09%	29.73%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.30	0.29	0.61	0.79
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	42.16	29.94	79.29	37.74	29.09
PEG	18.43	—	—	0.34	0.98
每股净资产(元)	9.59	6.23	6.43	7.04	7.73
每股现金流量	0.40	0.09	0.51	0.25	0.54
净资产收益率	5.69%	4.89%	4.53%	8.68%	10.26%
市净率	2.40	1.46	3.59	3.28	2.9
总股本(百万股)	88.00	140.80	140.80	140.80	140.80

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 开启影视游戏制作商转型之路。**骅威股份起家于玩具制作，2013年12月公司收购第一波网络游戏20%股权，正式开启从制造商到游戏动漫服务商的转型。第一波系将优质网络作家的核心IP改编为游戏，通过作家微信、微博、论坛向核心读者用户推广，将忠实粉丝读者发展为游戏玩家，以实现高质高效的IP衍生推广；后期与优质游戏联运平台采用联合运营推广将游戏推送至非粉丝用户。目前第一波网络拥有《唐门世界》《莽荒记》等优质月流水过千万的作品，并通过股权形式锁定唐家三少等知名作家的核心作品。我们预计随着核心IP的积累、游戏网络开发及运营人员陆续到位，公司有望通过更广范围激励实现核心人员的利益绑定。
- 网络文学IP为切入点，持续实现优质资源变现。**公司以优质网络文学IP为切入点，介入游戏影视领域，可充分利用庞大的作家粉丝基础、文学作品完善的世界观架构及高版权性价比，具备高成功率。公司目前联合第三方进行游戏制作，及第一波网络渠道资源进行运营推广。随着作品的增加公司有望通过外延加强自有CP和分发领域的布局，打造成集IP、CP和SP于一体的优质精品游戏服务商，并利用自身的成熟的衍生品生产线和渠道优势，对精品IP实现最充分的价值变现。
- 目标价26.23元-27.45元，首次增持评级。**我们预计公司2013-2015年可实现的EPS分别为0.29元、0.61元和0.79元，分别较去年同比增长了-4.63%、110.09%和29.73%。如第一波2014年上半年实现业绩承诺，则公司可启动控股收购，游戏占公司净利润贡献可达30%以上。我们认为公司享有从传统制造公司向游戏动漫网络公司转型的成长溢价，给予目标价26.23元-27.45元。首次“增持”评级。
- 风险提示：**游戏动漫产业链布局低于预期；核心IP获取成本增加

内容目录

从玩具制作走向 IP 运营	- 3 -
实际控制人股权充足	- 3 -
营收增速：不断变宽 IP 能力是长远增值看点	- 3 -
业务分布：收购第一波正式转型游戏动漫公司	- 4 -
网络文学 IP 为入口，打造精品变现渠道	- 4 -
成熟文学 IP 植入游戏强化游戏生命力	- 4 -
从粉丝到联运平台，绑定高效用户	- 5 -
品牌效应积累充分，IP 变现可行性高	- 7 -
盈利预测与估值	- 8 -
核心假设	- 8 -
盈利预测	- 8 -
目标价 26.23-27.45 元，首次“增持”评级	- 9 -

图表目录

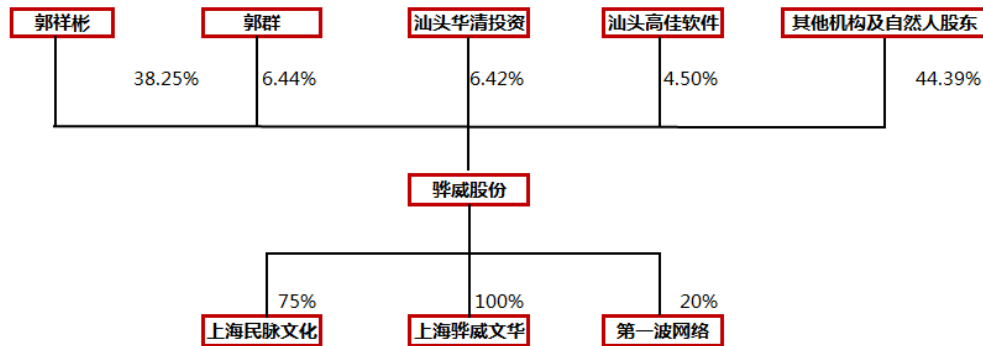
图表 1：公司的股权结构	- 3 -
图表 2：公司收入规模及增速（百万元）	- 3 -
图表 3：公司净利润规模及增速（百万元）	- 3 -
图表 4：公司的收入结构	- 4 -
图表 5：公司各类产品的盈利能力	- 4 -
图表 6：第一波网络的股权结构	- 5 -
图表 7：第一波网络目前的核心作家粉丝数	- 6 -
图表 8：2013 年网络小说作家富豪榜	- 6 -
图表 9：第一波核心 IP 改编成的游戏情况	- 7 -
图表 10：利润表	- 8 -
图表 11：可比公司估值比较	- 9 -
图表 12：盈利预测简表	- 10 -

从玩具制作走向 IP 运营

实际控制人股权充足

- 骅威股份起家于玩具制作，是我国玩具行业仅有的 2 家同时拥有“中国驰名商标”和“中国名牌产品”证书的企业之一。目前公司的实际控制人为郭祥彬先生，持股比例为 38.25%。

图表 1: 公司的股权结构

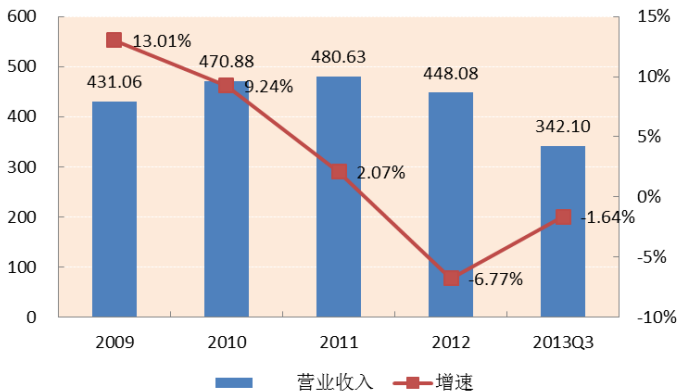


来源：齐鲁证券研究所

营收增速：不断变宽 IP 能力是长远增值看点

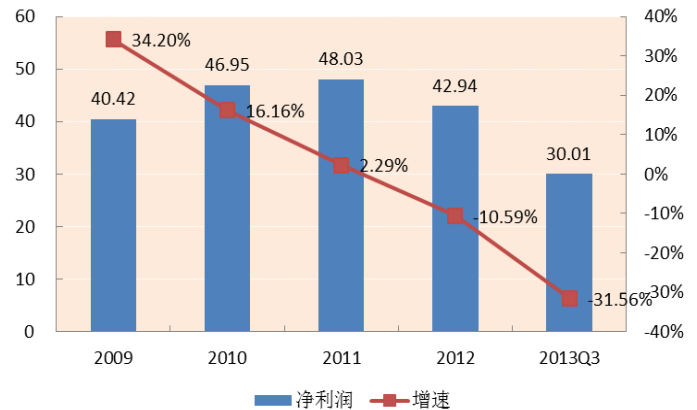
- 公司 2009-2012 年实现的收入分别为 4.31 亿元、4.71 亿元、4.81 亿元和 4.48 亿元，CAGR 为 1.30%；实现归属母公司的净利润分别为 0.4 亿元、0.46 亿元、0.48 亿元、0.43 亿元，CAGR 为 2.04%。公司近年来营收与净利润的增速放缓在于过去占营收比重较大的出口业务受到海外贸易不振的影响，有所下滑所致。公司未来持续高速的成长来自于不断获取精品 IP，在此基础上拓宽内容变现渠道，并积极把握新技术趋势，实现多渠道、高质量转型为综合文化娱乐集团。

图表 2: 公司收入规模及增速 (百万元)



来源：齐鲁证券研究所

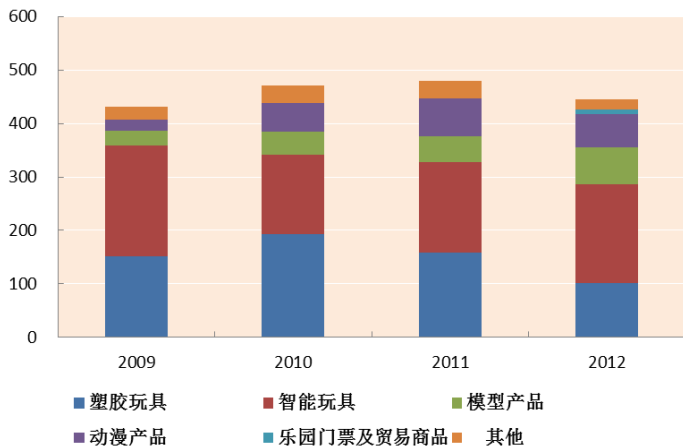
图表 3: 公司净利润规模及增速 (百万元)



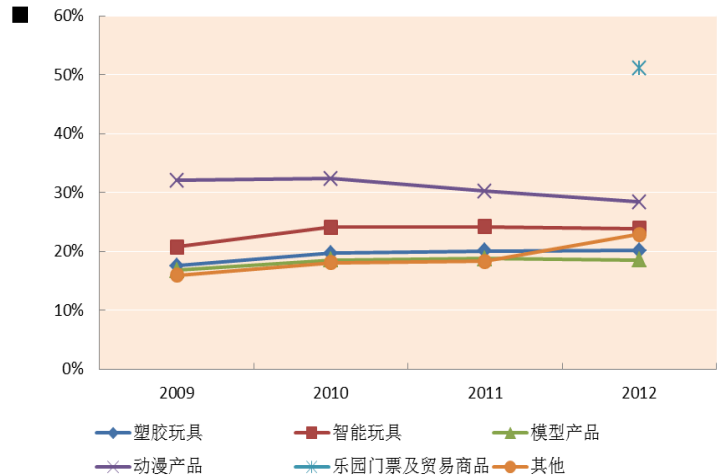
来源：齐鲁证券研究所

业务分布：收购第一波正式转型游戏动漫公司

- 公司传统业务包括智能、塑胶、模型、动漫等五大类玩具，智能玩具销售收入占营业收入的比重始终稳定在 50% 左右，是此前公司销售收入和利润的主要来源，产品远销欧洲、美国等多国家和地区，是意大利 GP，迪士尼等国际巨头的合作伙伴。长期建立高品质生产线和渠道是公司未来实现自有品牌衍生品推广的重要资源。

图表 4：公司的收入结构


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：公司各类产品的盈利能力


来源：齐鲁证券研究所

- 2013 年公司收购第一波网络科技公司 20% 股权，正式进军手游动漫影视产业。第一波网络承诺 2013-2014 年实现的净利润分别不低于 2000 万元、3500 万元和 5000 万元。若达到对赌承诺，公司将启动收购第一波网络不低于 40% 的股权，我们按照第一波达到最低对赌承诺条件实现净利润 3500 万元、且公司仅启动收购 40% 股权的下限计算，第一波网络并表可为公司带来 2100 万元净利润，将占公司整体收益比例将超 1/3。意味着公司从传统的玩具制造商转型为游戏动漫影视及衍生品公司。

网络文学 IP 为入口，打造精品变现渠道
成熟文学 IP 植入游戏强化游戏生命力

- 2013 年 12 月，公司使用超募资金 5000 万元收购深圳市第一波网络科技部分股权并进行增资。收购股权和增资完成后，公司将持有第一波网络 20% 股权。第一波网络科技公司主要业务是把知名网络小说改编成网络游戏，先后打造了《唐门世界》、《莽荒纪》、《绝世天府》等多个月流水超千万的成功移动游戏产品。通过这次交易，公司快速进入了移动游戏产业，在动漫与游戏相结合方面迈出了第一步。
- 公司以网络文学 IP 为切入点，介入游戏影视领域，具备较高的成功概率。首先，成熟的网络文学作品拥有较高的粉丝基础，在游戏上线初期可通过优质作家强大的微博和微信账号进行营销，实现对原有用户群的流量导入；另外可通过 IP 自身强大的品牌效应迅速扩大品牌知名度。第二，成熟 IP 植入手游相对比较容易，同时也使一款手游的研发时间更短；

第三，网络文学改编为游戏动漫影视能够以最小的成本实现完整的故事框架，让用户获得更充分的代入感，以弥补手游在世界观构建和文化深度上不足；最后，与金庸古龙等知名的武侠小说版权相比，网络文学 IP 性价比更高，而与四大名著等公众更为熟悉的古典文学相比存在更多的想象空间进而带来更多的充值提升范围。因此我们认为公司选择网络文学作为发挥现有成熟的品牌变现渠道具备良好的协同。

- **绑定核心作家利益，持续获取优质 IP 有保障。**第一波网络实际运营控制人和管理层分别为拥有网络文学成熟写作经验及游戏的运营能力，并且公司承诺在第一波达到业绩承诺后将于 2014 年下半年启动对剩余股权的控股收购（第一波网络承诺 2013-2015 年度实现的净利润分别不低于 2000 万元、3500 万元和 5000 万元）。
- 随着公司在游戏动漫领域布局的强化及范围的扩张，我们预计公司在专业的游戏、动漫和影视剧方面的人员布局方面将快速加强。而实际控制人相对较高的持股比例也为公司激励核心管理人员提供良好基础。

图表 6: 第一波网络的股权结构

	股权比例	职务	简介	文学代表作	经历
付强	55%	第一波网络董事长	起点中文网白金作家，笔名“撒冷”	《苍老的少年》、《诸神的黄昏》、《YY之王》	主持开发的页游《诸神的黄昏》、《诸神的黄昏2-天堂之路》、《武装风暴》、《傲世九重天》和《御天下》。把网络文学改编成网络游戏方面积累了丰富的经验和能力
黄巍	30%	第一波网络创始人	——	——	7年游戏从业经历，曾任职于九城、巨人、饭后科技等知名游戏公司，负责市场推广和游戏运营
张宇弛	10%	第一波网络财务总监和行政总监	——	——	——
张威	5%	核心IP所有者	笔名唐家三少，知名网络小说作家，起点中文网白金作家和网络人气作家	《光之子》、《狂神》、《善良的死神》、《惟我独仙》、《天珠变》、《神印王座》、《绝世唐门》等。拥有数十万的粉丝读者群	自正式开始长篇创作以来，平均一年一部作品。获得 2012 第七届中国作家富豪榜之“华西都市报全国独家发布中国作家富豪榜·网络作家之王”等重要奖项。

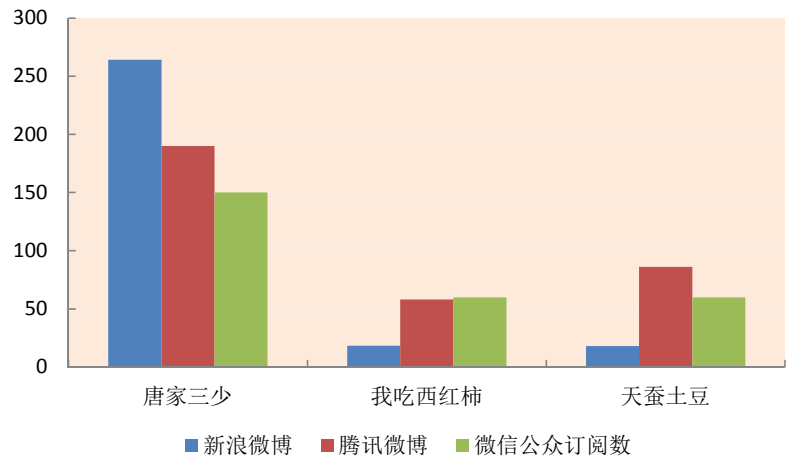
来源：齐鲁证券研究所

从粉丝到联运平台，绑定高效用户

- 第一波网络的精品游戏《唐门世界》初始运营均通过唐家三少的忠诚粉丝实现推广，通过 Appstore 和官服 android、官服直接带来了 1200 万流水（该 1200 万不需要跟渠道分成），因此毛利率更为可观。从《唐门世界》的成功运营可以发现，唐家三少的读者群“唐门”的规模优势、读者群的付费能力可促成千万月收入。唐家三少在新浪微博有 264 万的粉丝，腾讯微博 190 万粉丝，微信订阅用户 150 万。依靠社交平台近 600 万的订阅用为《唐门世界》的最大的渠道，核心用户完全可由唐家三少个人掌握，除此之外，还有读者自己建立的大量唐门 QQ 群组织（如同游戏公会），在相关游戏发布之后，作者和运营方稍作引导，读者就集中涌入游戏之中，庞大的用户基数及较高的转化率成为《唐门世界》上线一个月即可实现 1200 万元流水的关键。
- 同样，第一波网络旗下的另一网络人气作家我吃西红柿的同名作品改编的手游《莽荒纪》（第一波公司的第 2 款产品），依旧秉承知名小说改编，精心打磨的制作传统，凭借自身先天的优势和后天的推行取得更大的成功：《莽荒纪》20 天流水超过 750 万（在没有实现联运渠道推广下），创新网络小说手游第一个月充值记录。另外骅威股份已经获得了《莽荒纪》

的电影、电视剧和成人动漫的改编权，有望在今年推出相关作品，以实现优质 IP 资源的最充分变现。

图表 7: 第一波网络目前的核心作家粉丝数



来源：齐鲁证券研究所

- 值得注意的是，第一波网络建立起深厚合作关系的网络作家均为 2012 和 2013 年网络作家版税排名前三的作家，这些作家优质网络文学的持续创作能力及长期积累的粉丝效应是公司游戏实现快速高效的保障。

图表 8: 2013 年网络小说作家富豪榜

排名	作家	版税 (万元)	作家年龄	经典代表作
1	唐家三少	3300	31	《斗罗大陆》
2	我吃西红柿	2100	25	《吞噬星空》
3	天蚕土豆	1800	23	《斗破苍穹》
4	骷髅精灵	1700	31	《圣堂》
5	血红	1400	33	《光明纪元》
6	梦入神机	1000	28	《圣王》
7	辰东	800	30	《神墓》
8	耳根	700	31	《仙逆》
9	柳下挥	650	28	《火爆天王》
10	风凌天下	620	30	《异世邪君》
11	跳舞	600	31	《猎国》
12	鱼人二代	450	29	《很纯很暧昧》
13	苍天白鹤	430	37	《武神》
14	高楼大厦	410	32	《僵尸医生》
15	无罪	400	33	《仙魔变》
16	月关	370	40	《回到明朝当王爷》
17	天使奥斯卡	300	36	《篡清》
18	忘语	260	36	《凡人修仙传》
19	猫腻	230	35	《将夜》
20	打眼	200	35	《天才相师》

来源：华西都市报，齐鲁证券研究所

- 从《唐门世界》和《莽荒纪》的成功，可以验证知名网络小说作家的核心价值：通过其强大系统及拥有粉丝基础的 IP，通过各种社交工具实实在在的掌控游戏的高效高质量的推广渠道，并在形成一定影响力基础之上，与主流的联运平台进行推广，获取更广泛的收益。

图表 9: 第一波核心 IP 改编成的游戏情况

作品	上线时间	游戏类型	核心作家	原网络文学IP	月流水	推广运营	
唐门世界	2013年10月	卡牌策略	唐家三少	《光之子》、《狂神》、《善良的死神》、《惟我独仙》、《绝世唐门》等	1200万	蓝海梦想主导策划；与第三方游戏开发公司联合开发；蓝海梦想负责运营和推广	
莽荒纪	2013年11月	ARPG	我吃西红柿	《莽荒记》	1100万	第一波进行策划，与第三方软件开发公司联合开发；第一波负责运营推广	
绝世天府	2013年12月	卡牌策略	天蚕土豆	《武动乾坤》	—	第一波进行策划、与第三方游戏开发公司联合开发，由第一波负责运营推广	

来源：齐鲁证券研究所

品牌效应积累充分，IP 变现可行性高

- 公司目前的 CP 主要委托酷牛互动进行制作，推广运营领域则依仗第一波网络现有的渠道资源。随着 IP 核心积累的增加，公司有望加强在自有 CP 和分发领域的布局，打造成集 IP、CP 和 SP 于一体的优质精品游戏服务商。并有望利用公司的成熟的衍生品生产线及渠道优势，充分实现对自身的精品 IP 实现高附加值的变现。
- 在拥有核心 IP 基础上的衍生品制作方面，我们认为公司在以下方面具备了明显的协同：
 - (1) **品牌优势** 公司的骅威品牌产品在国内外玩具行业市场客户中具有较高的知名度。通过《蛋神奇踪》、《音乐奇侠》、《天元斗士》等动漫影视的播放，进一步提升了公司的品牌影响力。
 - (2) **持续的自主创新能力** 公司在自主创新和研发能力和光机电一体化领域具有可观的领先优势，公司拥有实用新型专利 47 项，外观专利 178 项。公司进一步改进玩具物理和化学检测实验室，跟进各国最新玩具标准发展趋势，实施全员参与和过程控制的质量管理，确保公司产品质量符合玩具相关标准。
 - (3) **优秀的内部管理能力**。公司不断实施和改进综合管理体系，始终关注团队的学习能力和人才培养，不断提高管理层的领导和执行能力，通过完善和实施内部管理制度，确保公司运营规范。
 - (4) **具有动漫文化的发展优势**。公司近几年通过投资拍摄《蛋神奇踪》、《音乐奇侠》、《天元斗士》等动漫片、带动相关衍生产品的销售，积累了相关经验，为公司进一步发展动漫文化奠定基础。

盈利预测与估值

核心假设

- **营收:** (1) 我们预计 2013-2015 年公司的玩具业务基本保持 10%左右的稳定增长; (2) 游戏业务由于 2014 年第一波网络的并表, 有望实现 1.1 亿元和 1.75 亿元的收入规模, 由于第一波网络在游戏推广初期依靠粉丝进行推广, 因此毛利率可保持 58%以上的较高水准。
- **费用水准:** 管理费用和销售费用由于新增游戏业务的推广及后续新增专业的游戏影视动漫人员的到位而有所上升。

盈利预测

- 根据我们的核心假设, 公司 2013-2015 年可实现的收入分别为 4.08 亿元、5.75 亿元和 6.98 亿元, 分别同比增长了-8.9%、41%和 21.4%; 实现归属母公司净利润为 4100 万元, 8600 万元和 1.12 亿元, 分别同比增长了-4.63%、110.09%和 29.73%, 对应 EPS 为 0.29 元、0.61 元和 0.79 元。

图表 10: 利润表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	471	481	448	408	575	698
增长率	9.24%	2.1%	-6.8%	-8.9%	41.0%	21.4%
营业成本	-366	-371	-342	-317	-407	-482
% 销售收入	77.7%	77.1%	76.4%	77.8%	70.8%	69.1%
毛利	105	110	106	91	168	216
% 销售收入	22.3%	22.9%	23.6%	22.2%	29.2%	30.9%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-3	-5	-6
% 销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-20	-27	-26	-22	-32	-39
% 销售收入	4.3%	5.6%	5.8%	5.5%	5.6%	5.6%
管理费用	-20	-30	-40	-30	-44	-54
% 销售收入	4.3%	6.2%	9.0%	7.3%	7.7%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	62	49	36	36	87	117
% 销售收入	13.1%	10.2%	8.0%	8.7%	15.2%	16.8%
财务费用	-10	7	14	10	10	10
% 销售收入	2.2%	-1.4%	-3.1%	-2.4%	-1.8%	-1.4%
资产减值损失	-1	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.1%	—	—	—	—
营业利润	50	55	48	45	98	127
营业利润率	10.7%	11.4%	10.6%	11.1%	17.0%	18.2%
营业外收支	4	1	2	2	2	2
税前利润	54	55	50	47	99	129
利润率	11.6%	11.5%	11.1%	11.6%	17.3%	18.5%
所得税	-8	-7	-8	-7	-14	-19
所得税率	13.8%	13.3%	15.3%	14.4%	14.5%	14.6%
净利润	47	48	42	41	85	110
少数股东损益	0	0	-1	0	-1	-1
归属于母公司的净利润	47	48	43	41	86	112
净利率	10.0%	10.0%	9.6%	10.0%	15.0%	16.0%

来源: 齐鲁证券研究所

目标价 26.23-27.45 元，首次“增持”评级

- 我们选取 A 股市场上相关的游戏动漫衍生品公司奥飞动漫、星辉车模、北纬通信、神州泰岳和掌趣科技与公司进行估值比较，2014 年和 2015 年游戏动漫行业平均 PE 分别为 48 倍和 36 倍。公司对应 2014 年 38 倍和 29 倍 PE 显示出明显的估值优势。2014 年是公司转型游戏动漫影视公司的拐点，我们认为公司享有从传统制造公司向游戏动漫网络行业转型的成长溢价。给予公司目标价 26.23-27.45 元，首次“增持”评级。

图表 11: 可比公司估值比较

	总市值 (亿元)	收盘价	EPS			PE			
			2013	2014	2015	2013	2014	2015	
002502.SZ	骅威股份	32.47	23.06	0.29	0.61	0.79	79.52	37.80	29.19
002292.SZ	奥飞动漫	249.26	40.57	0.42	0.64	0.89	96.30	63.33	45.54
300043.SZ	星辉车模	71.25	29.47	0.59	0.81	1.00	50.32	36.48	29.48
300002.SZ	神州泰岳	220.24	35.92	0.86	1.19	1.53	41.76	30.22	23.49
002148.SZ	北纬通信	68.93	53.88	0.43	0.75	1.15	125.30	71.84	46.85
300315.SZ	掌趣科技	262.56	37.24	0.30	0.58	0.79	122.90	64.53	46.93
平均值		150.79	36.69	0.48	0.76	1.03	76.17	48.13	35.78

来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 盈利预测简表

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
营业总收入	471	481	448	408	575	698	货币资金	559	552	524	554	525	554
增长率	9.24%	2.1%	-6.8%	-8.9%	41.0%	21.4%	应收款项	91	111	147	97	144	176
营业成本	-366	-371	-342	-317	-407	-482	存货	63	67	61	59	75	89
%销售收入	77.7%	77.1%	76.4%	77.8%	70.8%	69.1%	其他流动资产	13	16	23	19	24	27
毛利	105	110	106	91	168	216	流动资产	727	745	755	729	767	846
%销售收入	22.3%	22.9%	23.6%	22.2%	29.2%	30.9%	%总资产	87.8%	87.0%	80.8%	77.3%	75.0%	74.2%
营业税金及附加	-3	-4	-4	-3	-5	-6	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	81	91	154	190	232	271
营业费用	-20	-27	-26	-22	-32	-39	%总资产	9.8%	10.6%	16.5%	20.2%	22.7%	23.8%
%销售收入	4.3%	5.6%	5.8%	5.5%	5.6%	5.6%	无形资产	20	20	25	23	23	22
管理费用	-20	-30	-40	-30	-44	-54	非流动资产	101	111	180	214	255	294
%销售收入	4.3%	6.2%	9.0%	7.3%	7.7%	7.7%	%总资产	12.2%	13.0%	19.2%	22.7%	25.0%	25.8%
息税前利润 (EBIT)	62	49	36	36	87	117	资产总计	828	857	935	943	1,022	1,140
%销售收入	13.1%	10.2%	8.0%	8.7%	15.2%	16.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-10	7	14	10	10	10	应付款项	14	10	49	19	25	32
%销售收入	2.2%	-1.4%	-3.1%	-2.4%	-1.8%	-1.4%	其他流动负债	1	3	6	18	6	21
资产减值损失	-1	-1	-2	0	0	0	流动负债	15	13	56	37	31	53
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.1%	—	—	—	—	负债	15	13	56	37	31	53
营业利润	50	55	48	45	98	127	普通股股东权益	813	844	878	905	991	1,088
营业利润率	10.7%	11.4%	10.6%	11.1%	17.0%	18.2%	少数股东权益	0	0	2	1	0	-1
营业外收支	4	1	2	2	2	2	负债股东权益合计	828	857	935	943	1,022	1,140
税前利润	54	55	50	47	99	129	比率分析						
利润率	11.6%	11.5%	11.1%	11.6%	17.3%	18.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-8	-7	-8	-7	-14	-19	每股指标						
所得税率	13.8%	13.3%	15.3%	14.4%	14.5%	14.6%	每股收益(元)	0.534	0.546	0.305	0.291	0.611	0.793
净利润	47	48	42	41	85	110	每股净资产(元)	9.242	9.588	6.235	6.426	7.037	7.730
少数股东损益	0	0	-1	0	-1	-1	每股经营现金净流(元)	0.577	0.398	0.093	0.505	0.248	0.543
归属于母公司的净利润	47	48	43	41	86	112	每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.100
净利率	10.0%	10.0%	9.6%	10.0%	15.0%	16.0%	回报率						
							净资产收益率	5.77%	5.69%	4.89%	4.53%	8.68%	10.26%
							总资产收益率	5.67%	5.61%	4.59%	4.34%	8.42%	9.79%
							投入资本收益率	20.96%	14.61%	8.56%	8.64%	15.99%	18.78%
							增长率						
							营业总收入增长率	9.24%	2.07%	-6.77%	-8.92%	40.96%	21.37%
							EBIT增长率	22.38%	-20.54%	-26.91%	-1.04%	145.43%	34.40%
							净利润增长率	16.16%	2.29%	-10.59%	-4.63%	110.09%	29.73%
							总资产增长率	180.75%	3.45%	9.18%	0.79%	8.44%	11.51%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	46.1	71.0	99.3	81.0	85.4	86.3
							存货周转天数	72.5	64.0	68.0	67.4	67.0	67.3
							应付账款周转天数	5.3	4.2	27.2	15.9	17.7	18.7
							固定资产周转天数	62.3	62.0	70.5	79.9	54.9	43.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-68.74%	-65.43%	-59.60%	-61.14%	-52.94%	-50.96%
							EBIT利息保障倍数	6.0	-7.2	-2.6	-3.6	-8.4	-11.9
							资产负债率	1.77%	1.49%	5.94%	3.88%	3.05%	4.63%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	47	48	42	41	85	110
少数股东损益	0	0	0	0	-1	-1
非现金支出	8	9	13	10	10	11
非经营收益	6	0	0	-2	-2	-2
营运资金变动	-11	-22	-43	23	-59	-43
经营活动现金净流	51	35	13	71	34	75
资本开支	7	17	34	41	50	47
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-7	-17	-34	-41	-50	-47
股权募资	619	0	3	0	0	0
债权募资	-116	-3	0	0	0	0
其他	-14	-22	-10	0	-14	0
筹资活动现金净流	488	-25	-7	0	-14	0
现金净流量	532	-7	-28	29	-30	28

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。