

市价(人民币): 14.23元

跨界新星

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)	259.60
总市值(百万元)	3,807.95
年内股价最高最低(元)	17.00/7.87
沪深300指数	2260.45
中小板综指	6482.34



公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.326	0.091	0.211	0.647	0.798
每股净资产(元)	6.61	3.37	3.58	4.23	5.03
每股经营性现金流(元)	0.17	0.27	0.27	0.55	0.78
市盈率(倍)	37.76	111.65	67.38	22.00	17.84
行业优化市盈率(倍)	23.37	45.98	62.10	62.10	62.10
净利润增长率(%)	-16.78%	-43.85%	130.96%	206.24%	23.35%
净资产收益率(%)	4.93%	2.71%	5.90%	15.30%	15.87%
总股本(百万股)	133.80	267.60	267.60	267.60	267.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **收购星创互联, 跨界游戏业:** 公司拟增发收购星创互联 100% 股权, 正式进军手游行业, 通过本次交易公司将打通玩具和游戏产业链; 同时依靠着标的公司的互联网基因, 在玩具、游戏等周边休闲娱乐产业生态圈中拓展互补性业务, 由线到面地拓展打造“玩具+游戏”休闲娱乐产业生态圈。
- **星创擅长精品游戏, 研发能力强。** 星创互联主营移动网络游戏的研发, 擅走精品路线。《全民英雄》是公司研发的第二款游戏即创造佳绩, 是 2014 年第一季度国内最为热门的卡牌游戏。公司具有较强的研发能力, 14Q3 公司将推出两款新游戏, 分别为 RPG 卡牌格斗手游《主公别闹》和首款全 3D 飞行射击类 RPG 手游《风之骑士》, 并预计未来每年推出 3-6 款移动游戏, 海外发行 1 款游戏。星创互联承诺 2014-2016 年度扣非后归属母公司净利润不低于 1.2 亿元、1.44 亿元、1.73 亿元。
- **传统业务短期仍可能下滑:** 群兴玩具是国内最大的自主品牌电动玩具企业之一, 以“QUNXING”系列品牌行销国内外, 产品主要细分为童车、电动车、婴童用品、电脑学习机和玩具手机五大类。公司玩具业务原以出口为主, 近年来逐渐向国内市场转移。因欧美市场需求不振, 及人工成本上升, 同时内销转型尚需时间, 预计短期内仍可能下滑。

盈利预测与投资建议

- 假设星创互联 14Q4 开始并表, 我们预计 2014-2016 年公司营业收入为 4.74 亿元、6.9 亿元、8.2 亿元, 增速分别为-5.4%、45.7%、18.8%; 归属于上市公司股东净利润分别为 0.56 亿元、1.73 亿元、2.13 亿元, 增长 131%、206%、23.4%; 14-16 年 EPS 分别为 0.21 元、0.65 元、0.8 元 (暂未考虑增发摊薄; 公司拟发 7726 万股, 摊薄约 28.8%)。
- 基于公司正积极转型, 打造“玩具+游戏”产业链, 首次给予“增持”评级。

风险

- 星创业绩低于承诺; 传统玩具转型内销难度大, 业绩延续下滑

内容目录

收购星创互联，跨界游戏业	4
收购星创互联，进军手游行业	4
擅长精品游戏，研发能力强	4
借助优势平台，分享行业红利	6
玩具+游戏，产业协同效应明显	8
行业榜样-互动娱乐	8
打造玩具+游戏娱乐生态圈	10
主营景气低，转型动力强	10
传统玩具龙头之一	10
玩具出口低景气度，国内市场有空间	12
盈利预测及投资建议	13
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1：交易后公司股权结构变化	4
图表 2：星创互联股权结构	4
图表 3：星创互联营收与净利	4
图表 4：2014Q1 《全民英雄》获卡牌类手戏最高曝光指数	5
图表 5：总用户数逐渐稳定	5
图表 6：付费用户数经历高点后下滑	5
图表 7：ARPU 逐渐稳定在 150 左右	6
图表 8：充值流水经历高点后下滑	6
图表 9：2014Q1 手游运营平台市场份额	7
图表 10：下载移动游戏渠道分布	7
图表 11：移动网络游戏市场迅速扩大	7
图表 12：手机网民数量保持 20% 增速	7
图表 13：2011-2017 我国网络游戏市场结构	8
图表 14：手游用户年龄划分	8
图表 15：智能移动终端每季度出货量	8
图表 16：移动通信网络传输能力不断提高	8
图表 17：互动娱乐游戏行业并购及股价反映	9
图表 18：车模玩具业务贡献主要利润	9
图表 19：车模玩具业务增速下滑	9
图表 20：互动娱乐和群兴玩具通过并购进入游戏行业	9
图表 21：互动娱乐平台产业链	10

收购星创互联，跨界游戏业

收购星创互联，进军手游行业

- 2014年7月22日，公司复牌宣布拟通过发行股份及支付现金的方式，收购《全民英雄》开发商星创互联100%股权，交易总对价14.4亿元，其中支付股份对价4.6亿元，现金对价9.8亿元，并拟定向发行股份募集配套资金不超过4.8亿元。
- 拟向李波、尹超以12.86元/股的价格发行3581.3万股；并向李波、尹超、腾讯、世纪凯华支付现金对价9.8亿元。
- 拟以11.58元/股的价格定向发行4145万股，募集资金4.8亿元。

图表1：交易后公司股权结构变化

股东	本次交易前		本次交易后（含配套融资）	
	持股数量（万股）	占比	持股数量（万股）	占比
广东群兴投资	16000	59.8%	16000	46.4%
李波	-	-	3308.31	9.6%
尹超	-	-	272.99	0.8%
配套融资认购股东	-	-	4145.08	12.0%
其他股东	10760	40.2%	10760	31.2%
合计	26760	100.0%	34486.38	100.0%

来源：公司公告、国金证券研究所

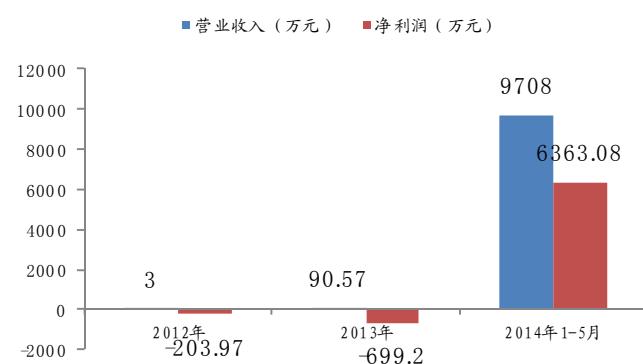
- 星创互联成立于2011年，主营移动网络游戏的研发、运营、服务，出品了《星级坦克》、《全民英雄》等热门游戏。星创互联承诺2014-2016年度扣非后归属母公司净利润不低于1.2亿元、1.44亿元、1.73亿元。
- 《全民英雄》于2013国内上线，是公司自主研发的第二款游戏，集卡牌、战斗于一体的创新型游戏。
- 星创互联2012年度、2013年度、2014年1-5月营业收入分别为3万元、90.6万元、9708.5万元，实现净利润分别为-204万元、-699.2万元、6363.1万元。

图表2：星创互联股权结构

股东	股权比例	股东性质
李波	54.17%	公司创始人，控股股东
尹超	4.47%	公司项目负责人、研发主管
腾讯	37.22%	主要股东为马化腾
世纪凯华	4.14%	投资基金，股东系腾讯控股公司下属子公司员工

来源：公司公告、国金证券研究所

图表3：星创互联营收与净利

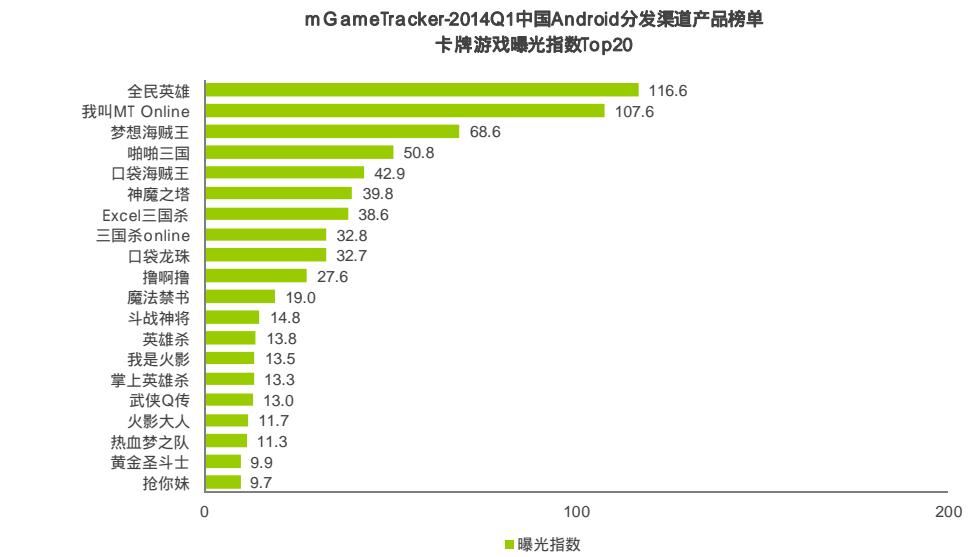


擅长精品游戏，研发能力强

- 星创互联从成立以来一直走精品路线，《全民英雄》是公司研发的第二款游戏即创造佳绩。《全民英雄》内含百款英雄，战斗过程体验度高，卡牌组合多变，团队游戏内不断添加新元素，画风精致，立体感足，深受玩家喜爱。

- 这款游戏 iOS 版发布后 5 小时取得 AppStore 免费榜排名第一，一周内成为下载榜榜首。而根据《mGameTracker-2014Q1 中国 Android 分发渠道产品榜单》榜单中，《全民英雄》在 2014 年第一季度超越《我叫 MT Online》成为中国地区最为热门的卡牌游戏，以卓越的产品品质和可玩性获得了消费者们的一致好评。
- 《全民英雄》上线一个月流水即超过 1 亿元，跻身月营收千万级别的一线手游公司行列。

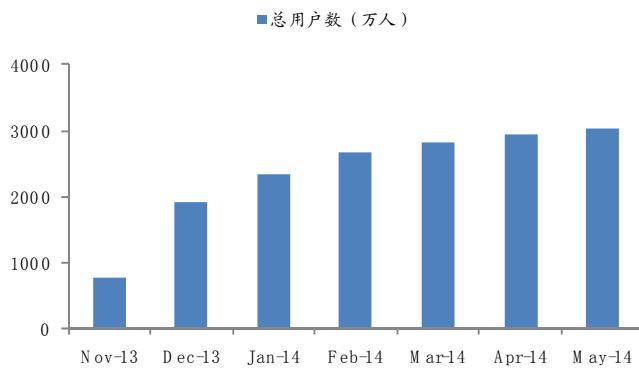
图表4: 2014Q1 《全民英雄》获卡牌类手戏最高曝光指数



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

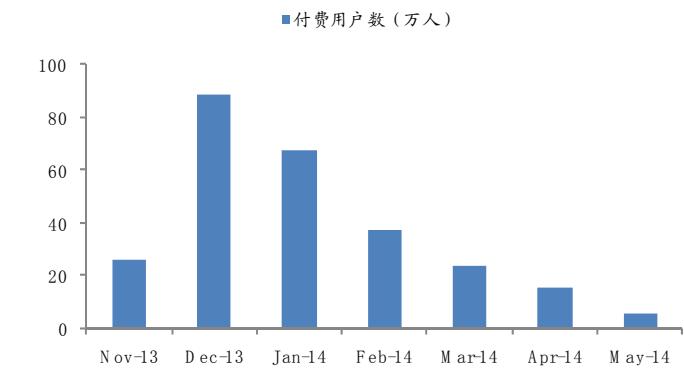
- **研发能力强：**星创互联现有研发团队六十余人，并持续吸收优秀研发人才和运营人才，公司具有较强的研发实力，且拥有充足的开发资金，能够有效地保证未来的增长。
- 而且此次收购后星创互联核心团队得以保留，并且 CEO 李波和研发主管尹超在上市公司持股，可有效解决代理人问题，激励效果明显。
- 14Q3 公司将推出两款新的移动网络游戏，分别为 RPG 卡牌格斗手游《主公别闹》和首款全 3D 飞行射击类 RPG 手机游戏《风之骑士》，并预计未来每年推出 3-6 款移动游戏，海外发行 1 款游戏。

图表5: 总用户数逐渐稳定

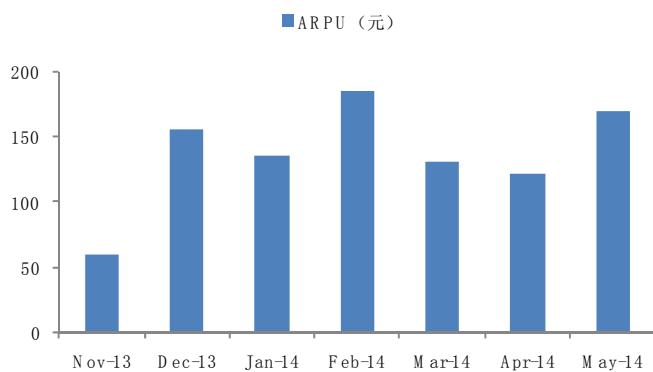


来源：公告、国金证券研究所

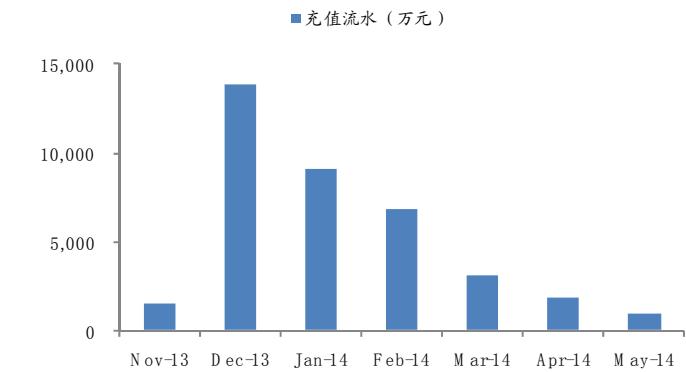
图表6: 付费用户数经历高点后下滑



图表7: ARPU 逐渐稳定在 150 左右



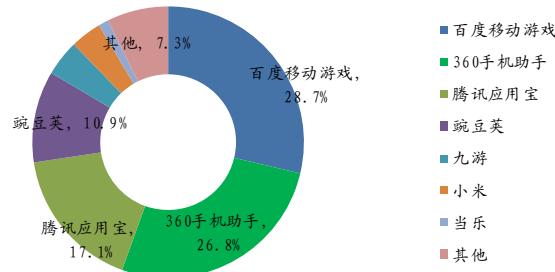
图表8: 充值流水经历高点后下滑



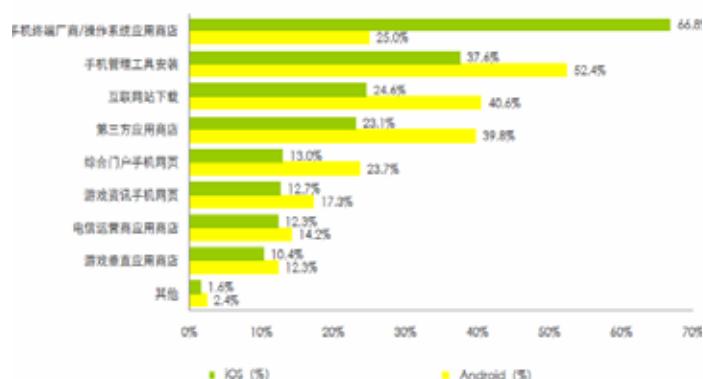
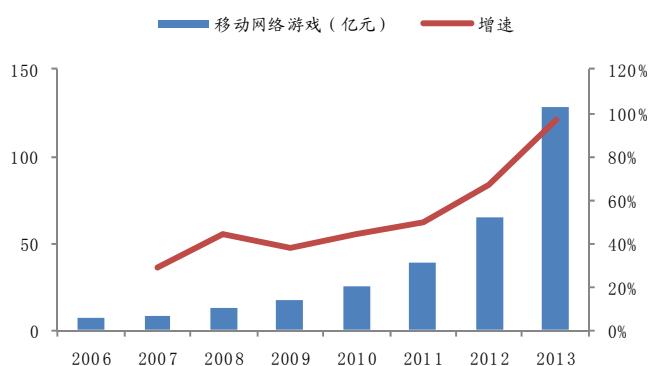
来源: 公告、国金证券研究所

借助优势平台, 分享行业红利

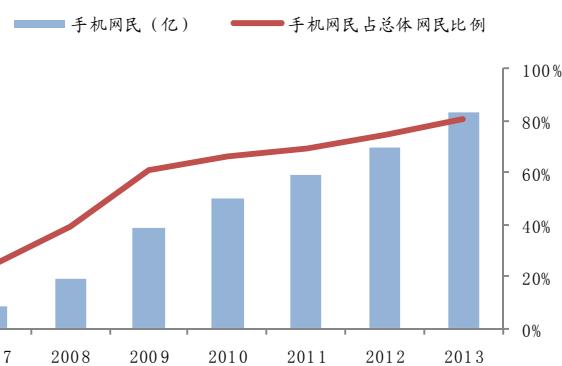
- 手游发行平台主要四类: 第一类是传统互联网巨头 BAT 等, 第二类是电信运营商, 份额不断下降, 第三类是终端系统厂商 Andriod Market 和 Appstore 等, 第四类是九游等手游平台公司。目前互联网巨头旗下的百度移动游戏(包括 91 助手)、360 手机助手、腾讯应用宝三者份额达到 72.6%, 手机游戏流量端口导入基本被互联网巨头垄断。
- 《全民英雄》主要与腾讯合作, 腾讯全权负责游戏的推广和运营。腾讯平台目前拥有 9.3 亿庞大用户, 自 2013 年 8 月推出微信游戏中心后, 凭借 QQ 平台和微信平台的庞大用户群, 迅速成为国内最大的手游发行平台, 旗下腾讯应用宝占据手游下载端 17.1% 的市场份额。
- 腾讯平台优势在于: 1、庞大的用户数, 手机 QQ、微信等社交工具的流量导入; 2、腾讯用户付费习惯好, QQ 钻系列及其他付费模式稳定, 有利于保持游戏的高 ARPU; 3、平台的用户裙带效应强, 互动娱乐性好, 社交属性强, 用户转化率高, 沉淀的好友关系网能带来持续稳定的手游新玩家; 4、腾讯是手游的行业领导者, 流量为王的时代下, 互联网巨头赢家通吃。
- 《全民英雄》是微信平台上第一款国内第三方公司研发的游戏, 与腾讯的合作成功反映了星创互联研发游戏的实力。同时《全民英雄》的用户群体与腾讯用户匹配度高; 产品的画面效果在同类产品中保持了特色, 能吸纳更多新用户; 三是《全民英雄》融入了多种创新系统; 四是《全民英雄》对于新手玩家来说较多的腾讯移动游戏平台来说, 有不错的粘性。
- 为了进一步扩展渠道, 星创互联与海外知名游戏发行商 Garena 公司签署关于《全民英雄》海外部分地区及国家独家代理的相关协议, 游戏将自 2014 年 7 月开始在海外陆续上线。
- Garena 公司是在东南亚和港澳台地区的一家知名网络游戏运营公司。Garena 公司在 2010 年推出的 Garena+ 是东南亚和港澳台地区最流行的网络游戏及时通讯和社交平台, 拥有数百万的活跃用户。
- Garena 公司亦通过 Garena+ 发布高品质的网络游戏, 其中最为知名的是《英雄联盟》。另外 Garena 公司也拥有备受期待的多人在线射击游戏《Firefall》在东南亚和台湾地区的独家运营权。

图表9: 2014Q1 手游运营平台市场份额


来源: 易观国际、艾瑞咨询、国金证券研究所

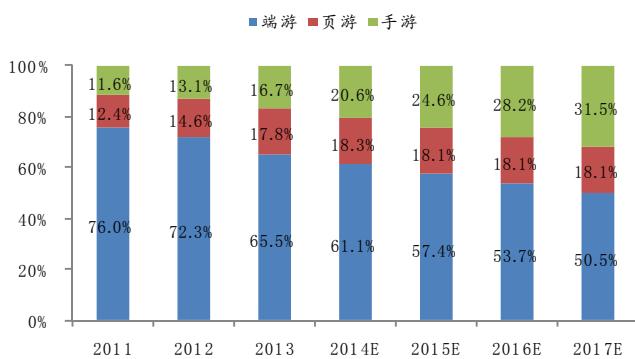
图表10: 下载移动游戏渠道分布

图表11: 移动网络游戏市场迅速扩大


来源: 文化部、CNNIC、国金证券研究所

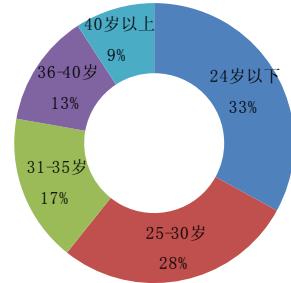
图表12: 手机网民数量保持 20% 增速


- 便携性、移动性、碎片时间轻娱乐化是移动游戏较之于传统客户端游戏和网页游戏的优势。
 - 手机及平板等智能终端具有便携性和移动性的特点，在 3G、4G 网络和 WIFI 支持下能够在更多的环境下使用，因此具备更广泛的用户基础。
 - 同时，智能移动终端摆脱了功能机通过手机键盘进行游戏的操作模式，转而依靠触屏和摇动的方式进行游戏，与电脑网游基于鼠标和电脑键盘的操作模式也形成显著差异。
 - 手游玩家无需电脑网络游戏所要求的长时间和稳定的网络环境，手游玩家游戏时间碎片化的特点反映出多次短时间积进行游戏的需求，玩法简单，社交属性强，易于从已有的成熟端游页游产品中复制出手游版本，下沉到手游玩家。
- 手游玩家的社会属性不同于端游及页游，受众更加广泛，潜在消费者消费能力也与传统游戏不同。手游在整体游戏市场上的份额不断扩大，预计到 2017 年，移动游戏占全部游戏的份额将从 2011 年的 11.6% 逐步上涨到 31.4%，成为游戏产业新的支柱。

图表13: 2011-2017 我国网络游戏市场结构



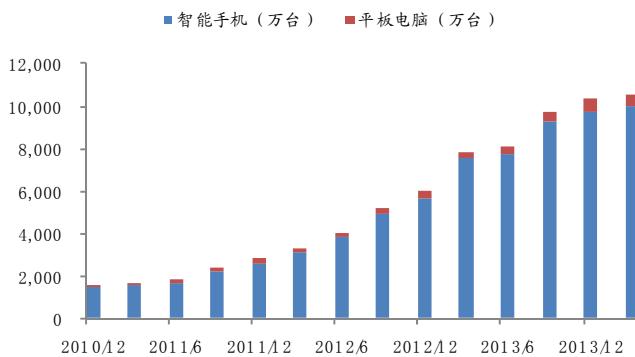
图表14: 手游用户年龄划分



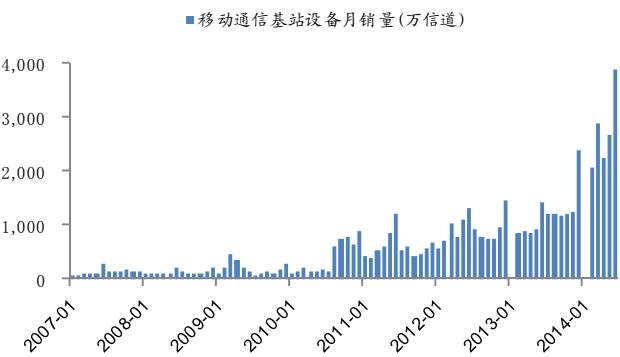
来源: 艾瑞咨询、mUserTracker、国金证券研究所

- 2014 年一季度, 我国智能移动终端出货量达 10517 万台, 其中智能手机出货量达 10014 万台, 平板电脑出货量 503 万台。据 IDC 预计, 2014 年我国智能移动终端出货量将达 4.57 亿台, 较 2013 年上涨 27%。其中智能手机出货量 4.28 亿台, 平板电脑出货量 2930 万台。
- 伴随智能手机硬件强化, 智能手机和平板电脑保有量提高, 3G、4G 基础网络建设的普及, 通过移动客户端进行游戏体验将会是今后网络娱乐消费的主流。

图表15: 智能移动终端每季度出货量



图表16: 移动通信网络传输能力不断提高



来源: WIND、国金证券研究所

玩具+游戏, 产业协同效应明显

行业榜样-互动娱乐

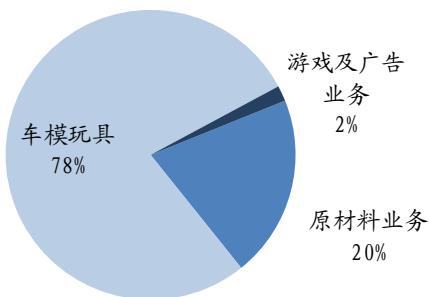
- A 股市场上, 互动娱乐的发展轨迹与公司最为接近, 两者都是主业为车模玩具的传统轻工制造企业, 通过资产并购, 进入游戏行业, 实现玩具+游戏的双核发展模式, 产生协同效应, 享受资本市场高估值。
 - 互动娱乐原名“星辉车模”, 是国内最大的车模生产企业, 从事车模、电动玩具汽车、婴童车模、婴儿安全座椅的研发、生产和销售。
 - 2013 年通过收购手游公司畅游天下、网络广告平台广州谷果和页游公司天拓科技, 进入游戏行业, 构建车模+游戏的互动娱乐平台, 获得资本市场的认可, 股价涨幅近 4 倍。

图表17：互动娱乐游戏行业并购及股价反映



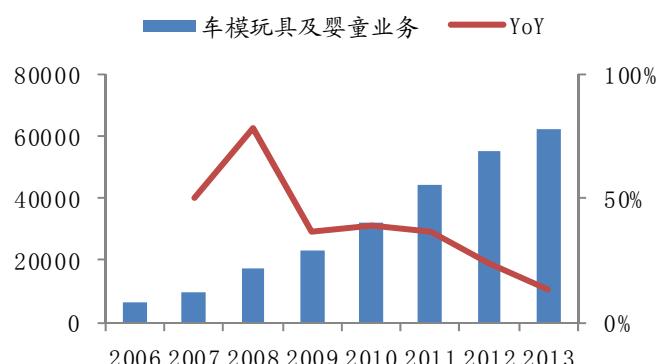
来源：国金证券研究所

图表18：车模玩具业务贡献主要利润



来源：公告、国金证券研究所

图表19：车模玩具业务增速下滑



图表20：互动娱乐和群兴玩具通过并购进入游戏行业

时间	收购方	标的公司	领域	作品	交易总对价	收购股权	对赌协议市盈率预测			
							2013	2014	2015	2016
2013. 8	星辉车模	畅游天下	手游	《醉江山》	0.18	51%	8.00	5.54	3.60	2.77
2013. 9	星辉车模	广州谷果	移动广告	酷果平台	0.73	51%	10.89	7.55	6.31	5.45
2013. 10	星辉车模	天拓科技	页游、手游	《倚天》	8.12	100%	13.53	10.15	8.37	7.06
2014. 7	群兴玩具	星创互联	手游	《全民英雄》	14.4	100%		12	10	8.33

来源：公告、国金证券研究所

- 互动娱乐依靠并购的畅游天下、广州谷果和天拓科技，拓展网络游戏业务，构建玩具和游戏两大产业紧密的社交化互动娱乐关系，同时公司与复星合作成立基金，计划继续延伸娱乐产业价值链。

图表21：互动娱乐平台产业链



来源：国金证券研究所

打造玩具+游戏娱乐生态圈

- 群兴玩具选择玩具+游戏产业的升级转型之路，通过本次交易公司将打通玩具和游戏产业链；同时依靠着标的公司的互联网基因，在玩具、游戏等周边休闲娱乐产业生态圈中拓展互补性业务，由线到面地拓展打造“玩具+游戏”休闲娱乐产业生态圈。
- 玩具和游戏作为休闲娱乐重要的载体，存在较多的契合性、互通性和互补性。群兴玩具作为国内最大的传统玩具企业之一，通过本次交易可以深层次的挖掘玩具与游戏的协同性，对上市公司及标的公司的用户、内容、设计、品牌等核心资源进行深度整合。
- 通过游戏产品的广告链接、内置和游戏活动等方式，串联线上游戏产品到线下产品的电子商务平台，将线上玩家引导形成线下玩具等产品的消费者；也可以通过优惠折扣等方式，将线上虚拟产品与线下的实物产品捆绑销售，提高线下玩具产品的销量。
- 玩具与游戏的互补性体现在游戏产品可以在虚拟的世界中激发人们的想象力，玩具产品可以在现实中给予人们真实的视觉感和触摸感。通过将玩具与游戏有机的结合起来，公司可以延长玩具和游戏产品的生命周期。
- 本次收购是群兴玩具从传统玩具行业转型的开始，也是关键一步，未来公司将围绕这一定位，逐步向整个娱乐产业扩大布局，确保公司的可持续发展，增强公司的核心竞争力。

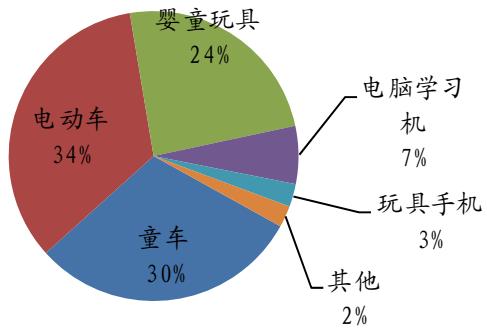
主营景气低，转型动力强

传统玩具龙头之一

- 群兴玩具是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一，以“QUNXING”系列品牌行销国内及海外，产品主要细分为童车、电动车、婴童用品、电脑学习机和玩具手机五大类。
- 电动车、童车及婴童用品是公司目前的主要产品，营收占比分别达34%、30%、24%。公司玩具产品有数百个款式，产品规格总数约1400款。

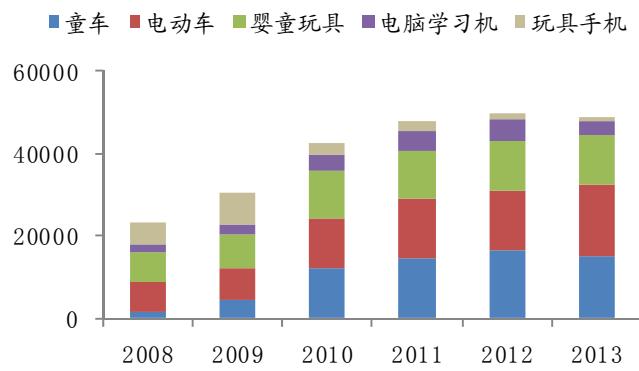
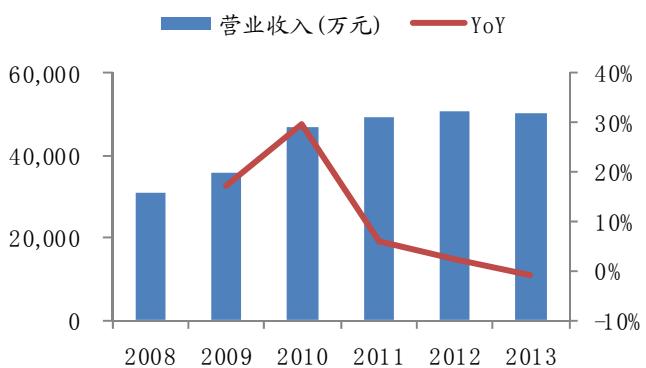
图表22：群兴玩具产品


来源：网络、国金证券研究所

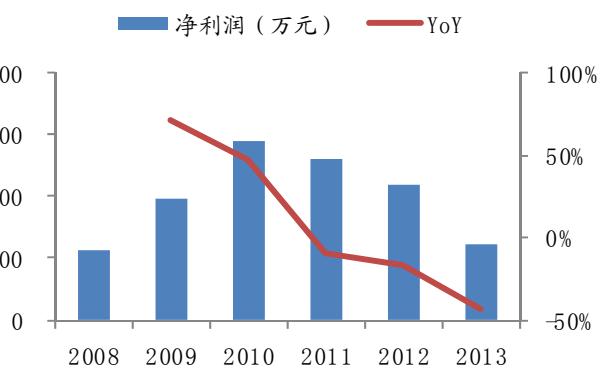
图表23：电动车、童车、婴童玩具占比最大


来源：公告、国金证券研究所

- 2013年公司实现营收5亿元，同比下滑0.8%，实现净利润2447万元，同比下降43.9%。
- 公司近三年营收增长率为5.8%、2.5%、-0.8%；净利润连续三年出现负增长，分别为-9%、-17%、-44%，经营状况有不断下行的趋势。

图表24：五大子版块营业收入（万元）

图表25：营业收入 2013 年首次负增长


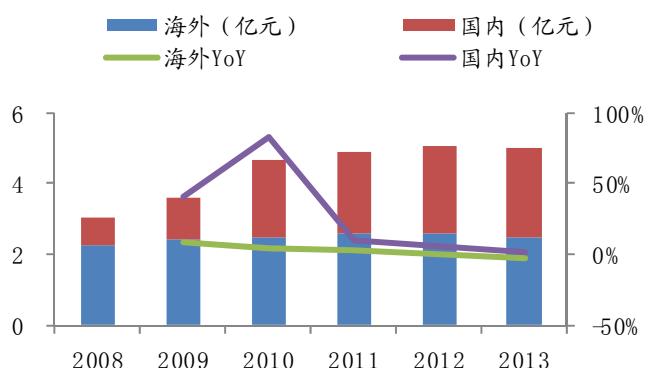
来源：公告、国金证券研究所

图表26：净利润连续三年负增长


玩具出口低景气度，国内市场有空间

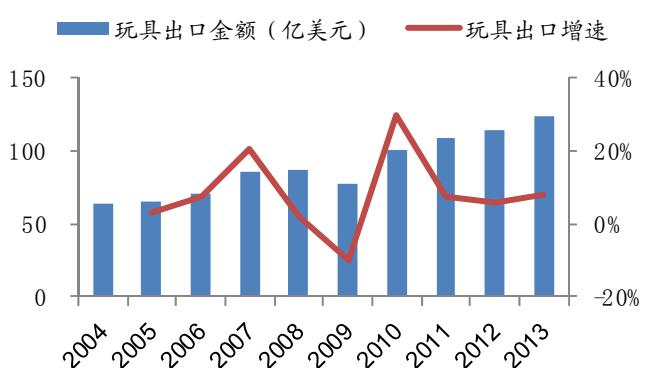
- 公司玩具业务原先以出口为主，近年来逐渐向国内消费转移，海外占比从08年的73%下降到13年的50%。
- **玩具出口景气度低：**玩具加工行业作为劳动密集性行业，伴随人工成本上升，及欧美市场需求不振，行业景气一直维持较低，近三年增速仅5% - 8%。未来随着欧美经济的复苏，出口有望逐渐回暖。
- **国内市场有空间：**虽然出口市场遭遇寒冬，但国内市场呈现快速发展势头，市场容量从2008年288亿元迅速增长到2013年866亿元，复合增长率达20%。但拓展国内也有一定难度，需新建渠道、打品牌，投入相对较大，且期限长，盈利尚需时间。

图表27：海外和国内业务都陷入停滞状态



来源：海关总署、公告、国金证券研究所

图表28：玩具出口近三年增长缓慢

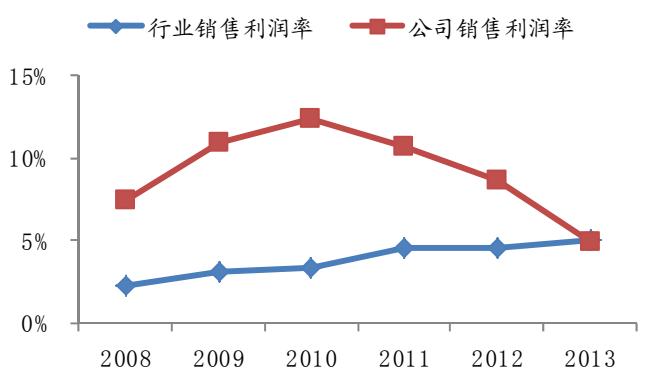


图表29：国产玩具国内消费 CAGR 达 20%



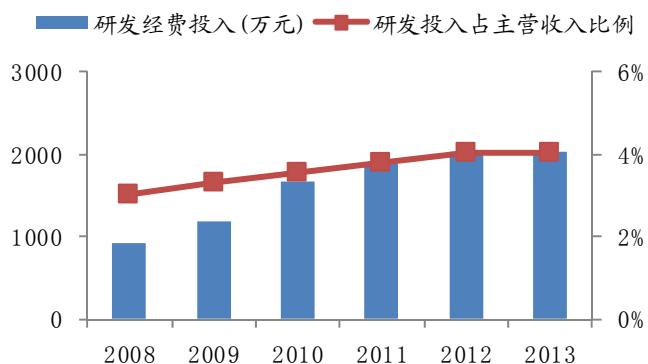
来源：Wind、公告、国金证券研究所

图表30：公司销售利润率下降至行业平均水平



- 公司始终坚持以自主品牌“QUNXING”对外销售，重视研发投入。2013年公司研发费用2012万元，占主营业务收入4.04%，并且该比例一直维持在3.5%至4%之间。
- 稳定的研发资金投入和人力投入，保证了公司的产品创新与质量都处于国内领先水平，也能够针对国内外不同地域消费市场的需求，快速设计并制造出系列化的产品。

图表31：研发投入稳定



图表32：研发技术人员占比稳定



来源：公告、国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 公司各业务收入、毛利率预测见销售预测表。
- 假设14年从四季度开始并表。
- 费用预测及税费假设如下表。

图表33：公司营业/管理/所得税率预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业费用率%	5.20%	4.70%	4.48%	4.50%	4.50%	4.50%
管理费用率%	11.06%	10.46%	11.32%	11.00%	11.00%	11.00%
所得税率%	13.20%	12.94%	13.02%	13.00%	13.00%	13.00%

来源：国金证券研究所

■ EPS: 2014年0.21元、2015年0.65元、2016年0.8元（未考虑股份摊薄）

- 我们预计公司2014-2016年营业收入为4.74亿元、6.9亿元、8.2亿元，增速分别为-5.4%、45.7%、18.8%。
- 2014-2016年公司归属于母公司的净利润分别为0.56亿元、1.73亿元、2.13亿元（14年并表4季度），增长131%、206%、23.4%；EPS分别为0.21元、0.65元、0.8元。（未考虑股份摊薄）
- 基于公司正积极转型，打造“玩具+游戏”产业链，首次给予“增持”评级。

图表34：营收明细表

项 目	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
传统玩具								
销售收入 (百万元)	358.75	465.52	492.70	504.76	500.85	425.72	450.00	500.00
增长率 (YOY)	N/A	29.76%	5.84%	2.45%	-0.77%	-15.00%	5.70%	11.11%
毛利率	29.08%	30.15%	28.50%	23.34%	22.35%	22.00%	22.50%	23.00%
销售成本 (百万元)	254.43	325.18	352.28	386.93	388.92	332.06	348.75	385.00
增长率 (YOY)	N/A	27.81%	8.33%	9.83%	0.52%	-14.62%	5.03%	10.39%
毛利 (百万元)	104.32	140.34	140.42	117.83	111.93	93.66	101.25	115.00
增长率 (YOY)	N/A	34.53%	0.06%	-16.09%	-5.01%	-16.32%	8.11%	13.58%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	89.87%	65.22%	60.98%
占主营业务利润比重	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	68.43%	33.17%	31.00%
游戏								
销售收入 (百万元)						48.00	240.00	320.00
增长率 (YOY)	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	400.00%	33.33%
毛利率						90.00%	85.00%	80.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.80	36.00	64.00
增长率 (YOY)	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	650.00%	77.78%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	43.20	204.00	256.00
增长率 (YOY)	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	372.22%	25.49%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.13%	34.78%	39.02%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	31.57%	66.83%	69.00%
销售总收入 (百万元)	358.75	465.52	492.70	504.76	500.85	473.72	690.00	820.00
销售总成本 (百万元)	254.43	325.18	352.28	386.93	388.92	336.86	384.75	449.00
毛利 (百万元)	104.32	140.34	140.42	117.83	111.93	136.86	305.25	371.00
平均毛利率	29.08%	30.15%	28.50%	23.34%	22.35%	28.89%	44.24%	45.24%

来源：国金证券研究所

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	493	505	501	474	690	820							
增长率	2.4%	-0.8%	-5.4%	45.7%	18.8%		货币资金	453	321	242	364	365	575
主营业务成本	-352	-387	-389	-337	-385	-449	应收款项	54	82	87	105	153	182
%销售收入	71.5%	76.7%	77.6%	71.1%	55.8%	54.8%	存货	133	119	97	102	116	135
毛利	140	118	112	137	305	371	其他流动资产	85	28	19	12	14	16
%销售收入	28.5%	23.3%	22.4%	28.9%	44.2%	45.2%	流动资产	724	550	445	583	647	907
营业税金及附加	-4	-4	-5	-5	-7	-8	%总资产	83.0%	55.1%	47.6%	58.2%	54.8%	64.6%
%销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	长期投资	0	0	0	1	0	0
营业费用	-26	-24	-22	-21	-31	-37	固定资产	119	344	381	313	433	397
%销售收入	5.2%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	13.7%	34.5%	40.7%	31.3%	36.7%	28.3%
管理费用	-54	-53	-57	-52	-76	-90	无形资产	28	104	102	102	99	98
%销售收入	11.1%	10.5%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%	非流动资产	148	449	491	418	534	497
息税前利润 (EBIT)	57	37	28	59	191	236	%总资产	17.0%	44.9%	52.4%	41.8%	45.2%	35.4%
%销售收入	11.5%	7.4%	5.6%	12.4%	27.7%	28.7%	资产总计	873	998	936	1,000	1,182	1,405
财务费用	3	9	-1	6	8	10	短期借款	0	45	0	0	0	0
%销售收入	-0.6%	-1.7%	0.2%	-1.3%	-1.1%	-1.2%	应付款项	12	60	26	38	45	52
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	其他流动负债	4	6	5	4	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	16	112	32	42	50	59
投资收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	3	2	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	19	114	34	42	50	60
营业利润	59	46	27	65	199	245	普通股股东权益	854	884	902	958	1,131	1,345
营业利润率	12.0%	9.0%	5.4%	13.7%	28.8%	29.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	5	1	0	0	0	负债股东权益合计	873	998	936	1,000	1,182	1,405
税前利润	60	50	28	65	199	245	比率分析						
利润率	12.2%	9.9%	5.6%	13.7%	28.8%	29.9%							
所得税	-8	-6	-4	-8	-26	-32	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
所得税率	13.2%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	每股指标						
净利润	52	44	24	57	173	213	每股收益	0.391	0.326	0.091	0.211	0.647	0.798
净利润	52	44	24	57	173	213	每股净资产	6.381	6.607	3.370	3.581	4.228	5.026
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.198	0.167	0.269	0.267	0.553	0.781
归属于母公司的净利润	52	44	24	57	173	213	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	10.6%	8.6%	4.9%	11.9%	25.1%	26.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.13%	4.93%	2.71%	5.90%	15.30%	15.87%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.00%	4.37%	2.62%	5.65%	14.65%	15.20%
净利润	52	44	24	57	173	213	投入资本收益率	5.76%	3.51%	2.70%	5.33%	14.72%	15.24%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	9	13	18	20	31	37	主营业务收入增长率	5.80%	2.45%	-0.77%	-5.42%	45.66%	18.84%
非经营收益	4	0	1	0	0	0	EBIT增长率	-17.61%	-33.89%	-25.19%	109.36%	226.09%	23.15%
营运资金变动	-92	-34	28	-5	-56	-42	净利润增长率	-9.09%	-16.78%	-43.85%	130.96%	206.24%	23.35%
经营活动现金净流	-27	22	72	71	148	209	总资产增长率	182.77%	14.36%	-6.26%	6.91%	18.12%	18.88%
资本开支	-82	-141	-98	53	-147	0	资产管理能力						
投资	0	-45	0	-1	0	0	应收账款周转天数	24.8	39.7	53.1	75.0	75.0	75.0
其他	0	-1	1	0	0	0	存货周转天数	105.9	118.8	101.4	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-82	-187	-96	52	-147	0	应付账款周转天数	11.1	30.5	36.0	36.0	36.0	36.0
股权募资	624	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	79.2	130.0	125.7	195.4	197.9	150.5
债权募资	-101	45	-45	-2	0	1	偿债能力						
其他	-9	-14	-9	0	0	0	净负债/股东权益	-53.08%	-31.22%	-26.83%	-37.96%	-32.25%	-42.66%
筹资活动现金净流	514	31	-54	-2	0	1	EBIT利息保障倍数	-20.9	-4.3	35.5	-9.4	-25.4	-24.3
现金净流量	405	-134	-78	122	1	210	资产负债率	2.17%	11.43%	3.63%	4.20%	4.25%	4.26%

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	1	1	1	1	1
增持	1	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50

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。

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形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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD