

## 宝鹰股份 (002047.SZ) 建筑装饰行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

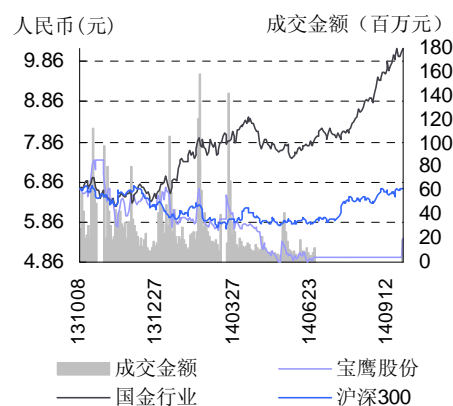
市价(人民币): 5.47元

## 建立海外业务拓展平台, 多元发展的装饰龙头

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)	346.04
总市值(百万元)	6,909.16
年内股价最高最低(元)	7.42/4.86
沪深300指数	2450.99
中小板综指	7904.18



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	-0.085	0.207	0.212	0.268	0.331
每股净资产(元)	1.45	4.22	6.96	7.98	9.28
每股经营性现金流(元)	-0.06	-1.82	-0.70	-1.00	0.39
市盈率(倍)	-35.45	31.03	25.77	20.40	16.51
行业优化市盈率(倍)	23.62	22.18	33.08	33.08	33.08
净利润增长率(%)	-64.12%	N/A	21.92%	26.32%	23.60%
净资产收益率(%)	-5.87%	21.10%	13.15%	14.48%	15.39%
总股本(百万股)	453.66	1,064.59	1,263.10	1,263.10	1,263.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **装饰基础, 稳健发展:** 宝鹰股份连续 8 年位列装饰百强, 在公装多个领域具备较强实力。资质方面, 公司具备 4 个甲级设计资质和 6 个施工一级资质以及其他一些资质, 为公司业务拓展奠定基础, 近年来公司业务发展迅速, 业绩上升很快, 从营收上看, 逐步追赶此前上市装饰龙头, 考虑到公司借壳上市的业绩承诺以及较为严格的补偿协议, 我们预计公司未来仍将保持较快发展。此外, 地产价格下跌, 逐步市场化, 利好装饰行业。
- **多元发展, 搭建大平台:** 公司上市时间虽短, 但发展思路开阔, 在业务领域以及区域布局上走在行业前列。
  - **海外战略:** 公司公告收购中建南方 51% 股权以及与印尼熊氏集团合作, 彰显了公司积极拓展海外市场的决心, 也是上市装饰公司中第一个明确海外战略方向的龙头公司, 中建南方具备较强海外业务落地能力, 与公司国内国际业务形成互补, 熊氏集团在印尼具备较强实力, 可以为公司带来大量业务, 实现合作共赢;
  - **触网我爱我家:** 公司通过增资收购方式参股鸿洋电商(旗下我爱我家网) 20% 股份, 在龙头上市公司中首先触网, 从行业特性分析, 公司与我爱我家网在材料以及家装领域有很多可以合作的领域, 为公司未来提升效率, 拓展业务模式打下了良好基础。
  - **龙头装饰未来趋势, 向平台型公司发展:** 装饰龙头公司的发展更加多元, 局限在管理加强、架构优化、信息化提升等几个有限的方面, 而是逐步将自身打造成一个平台, 从纵向产业链角度看, 公司打造资金平台, 设计、施工方面未来管理输出将成为趋势, 供应链环节, 装饰公司也有意在培养自身的配套企业; 从横向专业领域来看, 除了原有的装饰, 园林、智能化等相关业务都可以利用装饰平台逐步做大做强; 此外, 龙头公司发展模式也在逐步创新, 拥抱互联网, 打造网络平台, 为其业务空间拓展, 满足客户需求提供了新的途径。

孙鹏 分析师 SAC 执业编号: S1130513090001  
(8621)60230248  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

### 投资建议

- 公司在传统装饰领域拓展较快，考虑到业绩承诺，预计未来业绩将保持稳健，新业务拓展方面，公司进展较快，在海外以及互联网领域已经着力布局，未来效果有望逐渐显现，考虑到公司实际控制人仍处于协助调查状态，复牌后短期可能会造成股价一定波动，给予“增持”评级。
- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.21、0.27、0.33 元，分别对应 26、20、17 倍估值水平。

### 风险提示

- 公司实际控制人影响
- 房地产、基建投资下滑超预期

## 内容目录

装饰基础，稳健发展 .....	4
公司业绩保持稳健增长，业绩承诺条件苛刻 .....	4
业绩承诺保障增长 .....	4
地产放松利好装饰板块 .....	5
多元拓展，搭建大平台 .....	6
收购拓展海外市场，合作搭建海外平台 .....	6
触网参股鸿洋电商 .....	9
装饰龙头未来发展趋势判断：龙头公司向平台型公司转变 .....	10
投资建议 .....	11
风险提示 .....	11
附录：三张报表预测摘要 .....	12

## 图表目录

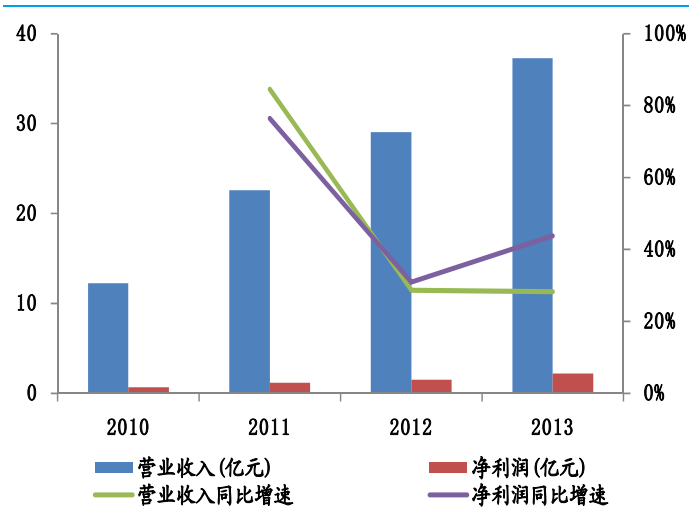
图表 1: 宝鹰股份的营业收入和利润均快速增长 .....	4
图表 2: 宝鹰股份营业收入（亿元，左轴）和净利润（亿元，右轴）与行业其他龙头公司的比较 .....	4
图表 3: 业绩承诺及增速 .....	5
图表 4: 城投债偿还给政府带来较大压力，促使政府放松地产，增加土地出让收入 .....	6
图表 5: 商品房价格下降有助销量改善 .....	6
图表 6: 当前百城住宅价格指数下跌城市数和二手房住宅价格环比下跌城市数处在高位 .....	6
图表 7: 中建南方装饰工程有限公司的资质情况 .....	7
图表 8: 中建南方净利润及净利润预期 .....	7
图表 9: 部分潜在海外业务拓展国家的 GDP 增速 .....	9
图表 10: 部分潜在海外业务拓展国家的固定资产投资增速 .....	9
图表 10: 鸿洋电子旗下的我爱我家网首页 .....	9
图表 11: 装饰龙头未来发展判断：装饰龙头公司向平台化发展 .....	11

## 装饰基础，稳健发展

### 公司业绩保持稳健增长，业绩承诺条件苛刻

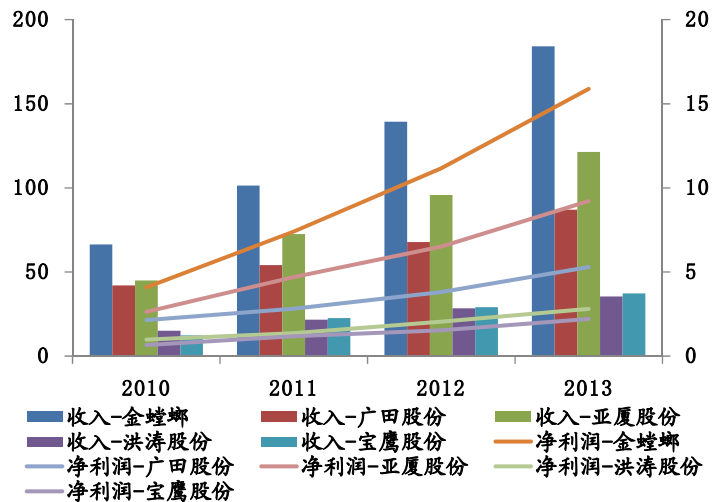
- 宝鹰股份连续 8 年位列中国装饰行业百强企业，在金融机构装饰、大型公共建筑装饰、地铁轨道装饰及高端酒店装饰领域具有领先实力，此外，在设计、幕墙门窗领域也具备较强实力。
- 资质方面，宝鹰股份是全国建筑装饰行业拥有较齐全的业务资质的企业之一，具备 4 个设计甲级（装饰、幕墙、智能化、消防）和 6 个施工壹级（装饰、幕墙、智能化、消防、金属门窗、机电设备）及 1 个钢结构施工贰级，还有展览展示工程施工一级、安全技术防范系统、医疗器械、金融安全防范设施等多项施工设计资质。
- 从过去几年发展情况来看，公司保持了快速增长，营收、利润快速攀升，目前体量已在装饰行业内排名前列。

图表1：宝鹰股份的营业收入和利润均快速增长



数据来源：公司公告 国金证券研究所

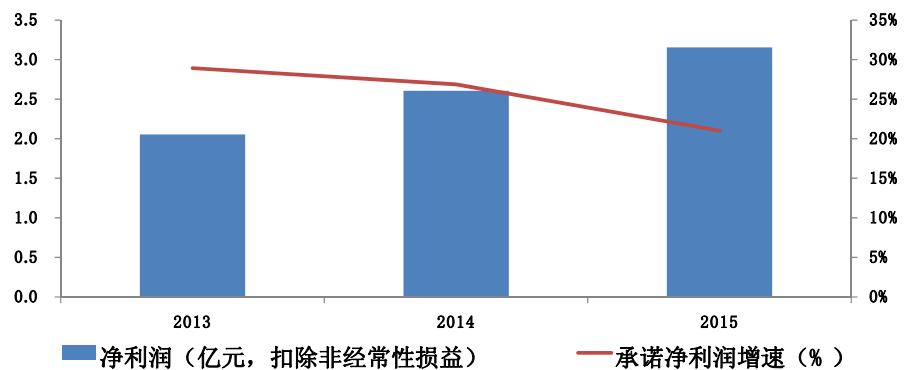
图表2：宝鹰股份营业收入（亿元，左轴）和净利润（亿元，右轴）与行业其他龙头公司的比较



### 业绩承诺保障增长

- 宝鹰股份借壳成霖股份上市，成霖股份与宝鹰股份实际控制人古少明及其一致行动人签署了《盈利预测补偿协议》，对于业绩承诺以及补偿协议都有严格要求，一定程度上保障了公司未来盈利。
- 业绩承诺：根据置入资产现行的会计准则和会计政策所对应的净利润额，并扣除非经常性损益后确定，2013-2015 年扣非后净利润复合增速达到 25%；

图表3: 业绩承诺及增速



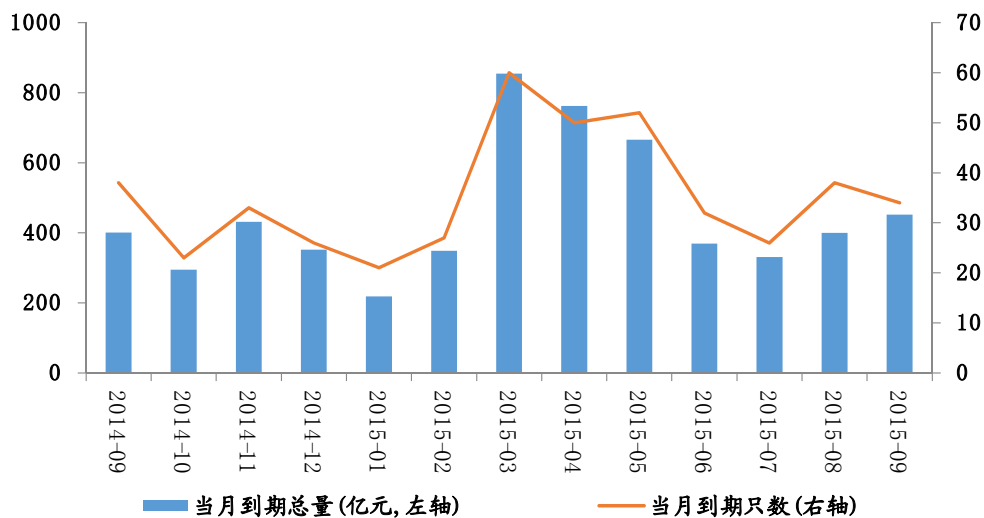
数据来源: 公司公告 国金证券研究所

- 补偿协议: 根据《股份转让协议》, 本次重组实施完毕后, 若宝鹰股份在补偿期扣除非经常性损益后的实际净利润数不足净利润预测数, 宝鹰股份同意以股份回购方式补偿实际净利润数不足净利润预测数的差额, 若宝鹰股份回购数超过宝鹰股份认购股份总数, 则宝鹰股份同意就超出部分以现金方式补偿。此外, 在补偿期限届满时, 成霖洁具对宝鹰股份 100% 股权进行减值测试, 如期末减值额 > 补偿期限内已补偿股份总数 × 每股发行价格 + 已补偿现金数, 则将另行补偿。另需补偿时应先以认购股份数进行补偿, 不足部分以现金补偿。补偿协议规定较为苛刻, 促使公司会努力完成业绩承诺, 保证股东收益。

#### 地产放松利好装饰板块

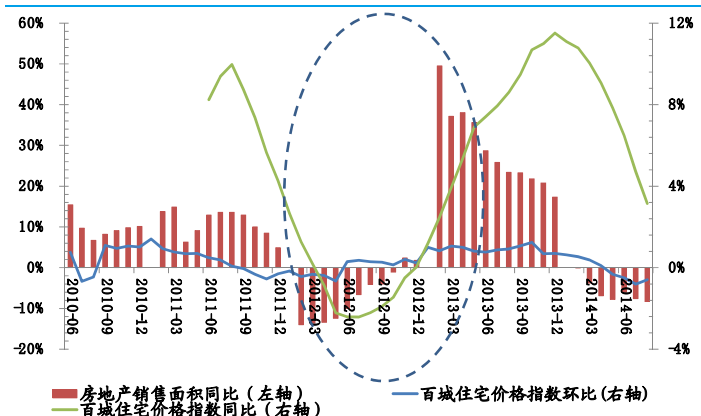
- 地产行业未来发展将越发市场化, 限购、限贷逐步取消, 从短中长期来看, 利好整个地产行业发展, 对于装饰行业来讲, 更加关注“量”的变化, 随着房价下跌, 限购、限贷的逐步放开, 量上有望逐步恢复, 利好装饰行业。
- 多数限购城市已陆续放松: 9月27日晚, 珠海市住房和城乡建设局在官网公布《进一步加强我市住房保障和供应体系建设的意见》, 宣布调整房地产市场调控“双限令”, 取消在中心城区面积144平方米以上、以及新城区范围内购房的社保或纳税证明; 符合珠海人才目录的非本市户籍居民, 可在中心城区购买1套商品房。自此全国执行限购政策的46个城市中仅剩北京、上海、广州、深圳和三亚五个城市未取消限购。
- 限贷放松, 商品房销售最大的制约因素被打破, 地产商终于迎来期待已久的重大利好。9月30日下午, 中国人民银行、中国银行业监督管理委员会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》, 将实行“认贷不认房”的政策, 《通知》明确规定, 对于购买首套普通自住房的家庭, 贷款最低首付款比例为30%, 贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍; 对已经还清首套房贷款的购房者, 改善型需求的二套房贷执行首套房贷政策; 此外, 对已取消限购政策的城市, 对拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭, 银行机构可以提供购房贷款。银行业金融机构根据当地城镇化发展规划, 也可向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。虽本次房企由于去库存压力较大, 对于提价表现得较为谨慎, 但市场预期四季度房地产销售有望回暖。不过不论地产价格如何变动, 商品房销量的提升对于特别是非标家装行业而言都是好事, 甚至房企如果采用以价换量的促销方式只会进一步增加商品房销量, 为非标家装带来更大利好。

图表4: 城投债偿还给政府带来较大压力, 促使政府放松地产, 增加土地出让收入



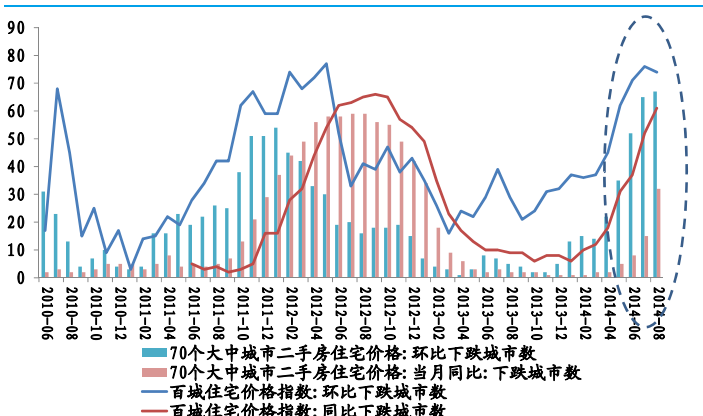
来源: WIND 国金证券研究所

图表5: 商品房价格下降有助销量改善



来源: 国金证券研究所

图表6: 当前百城住宅价格指数下跌城市数和二手房住宅价格环比下跌城市数处在高位



## 多元拓展, 搭建大平台

### 收购拓展海外市场, 合作搭建海外平台

■ 9月29日, 宝鹰股份公示了公司为拓展海外业务采取的两项重要举措, 显示公司已将海外扩张作为公司重要的战略方向。

■ 举措1: 收购中建南方。2014年9月28日, 深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司全资子公司深圳市宝鹰建设集团股份有限公司与深圳市中建南方装饰工程有限公司股东刘慧永、程纪平、裴德平等16位股东共同签署《股权转让协议》, 宝鹰建设受让刘慧永、程纪平、裴德平等16位股东持有的中建南方51%股权, 标的股权转让价格合计为人民币20,655万元。本次交易完成后, 宝鹰建设将持有中建南方51%股权, 成为其控股股东。

✓ 中建南方是一家经国家建设部审批的具有建筑装饰设计甲级、建筑幕墙设计甲级, 建筑装饰装修施工一级、建筑幕墙工程施工一级、机电设备安装一级, 以及建筑智能化、金属门窗、钢结构、建筑防水工程、园林绿化工程等资质的大型专业建筑装饰工程和

设计公司，连续十年荣膺“中国建筑装饰行业百强企业”，并连续二年被评为“中国建筑装饰绿色环保设计百强企业”、“全国建筑装饰幕墙行业 50 强企业”，先后获得的鲁班奖、全国装饰奖、省优、市优等各类奖项数以百计，是我国装饰行业的一线公司之一。

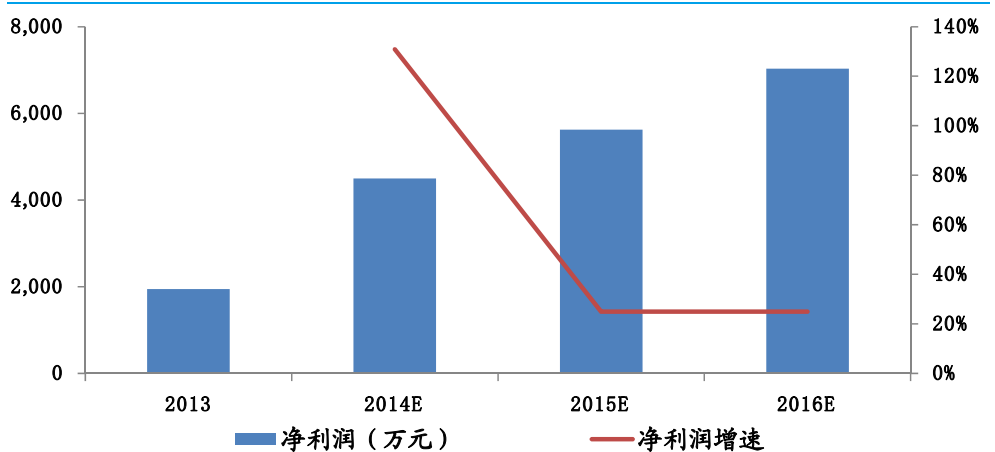
图表7: 中建南方装饰工程有限公司的资质情况

公司取得的资质	取得时间	公司取得的资质	取得时间
钢结构工程专业承包叁级	2011年9月	装饰工程设计专项甲级	2008年9月
金属门窗工程专业承包叁级	2011年9月	广东省建筑业协会理事单位	2007年4月
机电设备安装工程专业承包一级	2011年9月	深圳市装饰行业协会常务理事单位	2006年3月
建筑智能化工程专业承包二级	2011年9月	中国建筑装饰协会常务理事单位	2005年12月
城市园林绿化工程专业承包三级	2010年9月	深圳质量协会常务理事单位	2005年5月
建筑幕墙工程专业承包一级	2009年5月	建筑装饰装修工程专业承包一级	2004年3月
幕墙工程设计专项乙级	2009年5月		

来源：根据公开信息整理

- ✓ 中建南方具体业务专注于大工装领域，涉足高星级酒店、高端会所、高档写字楼、高等级餐饮娱乐以及金融证券、大型影剧院、大型商场、地铁站、机场、学校、医院、别墅等建筑的装饰工程；中建南方的业务地域覆盖较广，且是国内建筑装饰行业最早开展海外业务的企业之一，现拥有海内外分支机构三十多个，已形成覆盖全国的市场网络并辐射至香港、澳门以及亚洲、欧洲、非洲等多个国家和地区。
- ✓ 本次收购后，刘慧永、程纪平、裴德平等 16 位股东承诺中建南方 2014 年至 2016 年，每个会计年度实现的净利润不低于每年预测净利润（2014 年度的净利润为 4,500 万元、2015 年度的净利润为 5,625 万元、2016 年度的净利润为 7,031 万元）的 90%，中建南方 2014 年至 2016 年三个会计年度累计实现的净利润总额不低于 17,156 万元，且中建南方 2014 年至 2016 年每个会计年度收现比不低于 75%。如中建南方 2014 年实现的净利润未达到当年预测净利润的 90%或同期累计预测净利润的 90%，须向宝鹰建设支付补偿金。

图表8: 中建南方净利润及净利润预期

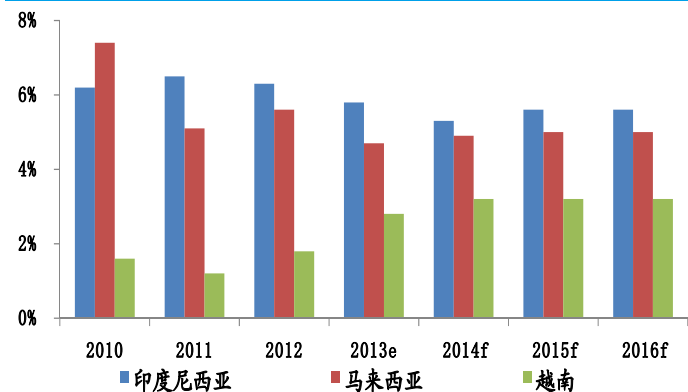


数据来源：公司公告 2014-062

- 举措 2: 与印尼熊氏集团合作成立分公司开拓海外业务。根据宝鹰股份 2014 年 9 月 29 日，宝鹰股份全资子公司深圳市宝鹰建设近日与印度尼西亚熊氏集团签署了《深圳市宝鹰建设集团股份有限公司与印度尼西亚熊氏集团投资协议》。根据该投资协议，双方共同于印度尼西亚雅加达设立合资公司，中文名称暂定名为“印尼宝鹰建设有限公司”，双方在印尼宝鹰投资比例分别为熊氏集团占 40%、宝鹰建设占 60%，印尼宝鹰的注册资金不超过 400 万美金。

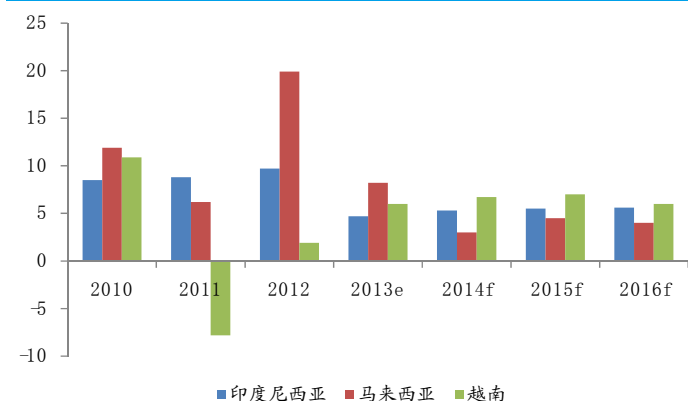
- ✓ **熊氏集团**是一家总部设在印度尼西亚雅加达的大型跨国企业集团，业务涉足金融、房地产、国际贸易、酒店、旅游、传媒等领域，企业遍布美国、加拿大、中国、印尼、新加坡、柬埔寨等国家和港澳地区，旗下拥有美国大兴银行、好莱坞大都会酒店、熊氏地产投资有限公司、新加坡国际金叶烟草有限公司、香港皇玺洋行、国际日报社等几十家著名企业，拥有优质的企业品牌和庞大的业务体系，掌门人熊德龙先生更是一位饮誉国际社会的著名爱国侨领、印尼客家华人和优秀企业家，表示会在印中外交、合作伙伴、工程项目等方面给予大力支持。
- ✓ **目前中国和印尼关系处于史上最佳时期**，与中国同为新兴市场国家的印尼是中国在东南亚的最大邻邦，也是东盟唯一的二十国集团成员，习近平总书记去年 10 月份访问印尼将中印关系提升为全面战略伙伴关系，将两个国家拉得更近。
- ✓ **根据约定，熊氏集团及其附属关联企业、机构在全球范围内（包括中国大陆）投资运营酒店、文化旅游、金融、房地产等业务领域所涉建设工程项目，将成为双方的合作范围。**对于在合作范围内的建设工程项目，宝鹰集团将成为熊氏集团提供工程项目咨询、规划、设计、施工服务的战略合作供应商，在装饰装修工程、幕墙钢结构工程、集成智能化工程、建筑消防工程、机电安装工程、安防技术工程、金属门窗工程、展览展会工程和医疗设备工程等各方面，为熊氏集团提供咨询、规划、设计、施工服务。熊氏集团承诺在印尼宝鹰成立后，熊氏集团负责交予、引介给印尼宝鹰的工程项目合约金额约定为：**在印尼宝鹰成立之日起的第一年内，总金额不少于人民币 5 亿元；第二年及以后年份，每年将不少于人民币 10 亿元。**
- 收购中建南方以及成立印尼宝鹰都是公司实施内生外延式发展战略和开拓海外工程市场经营战略的重要举措——收购中建南方能够直接利用中建南方在经营海外工程市场方面具有比较丰富的运营经验和渠道积累，而与熊氏集团共同投资设立合资公司则是公司通过发展海外战略合作伙伴来向海外拓展业务的举措，并标志公司的海外市场经营战略走出了实质性一步。除此以外，中建南方目前的客户结构与宝鹰建设基本不发生重叠，并购完成后有利于宝鹰建设和中建南方实现优势资源互补，优化各自业务结构，增强双方竞争力，提升市场占有率，并形成良好的业务协同及资源整合效应。
- **与投资关系密切的建筑工程行业的景气同宏观经济情况密切相关，而在全球经济的缓慢复苏、以及国内 GDP 增速和固定资产投资增速均放缓的背景下，推动工程业务的海外输出恰逢其时。**2014 年伊始，世界经济便开始在颠簸中复苏，根据世界银行对世界经济的预期（可见世界银行的报告《GLOBAL ECONOMIC PROSPECTS 2014 JUNE》），2014 年全球 GDP 的增速大约在 2.8% 左右，且全球 GDP 增速在 2015 年还有望达到 3.5% 左右。同时，不同地区的经济增长情况将表现出显著差异：对于高收入国家（特别以美国和欧洲为代表）而言，随着先前被抑需求的陆续释放，这些国家的 GDP 终将摆脱第一季度低迷的拖累并加速增长，成为世界经济增长的新引擎，发展中国家也随之受益，GDP 有望稳步增长。

图表9: 部分潜在在海外业务拓展国家的GDP增速



来源:《GLOBAL ECONOMIC PROSPECTS 2014 JUNE》国金证券研究所

图表10: 部分潜在在海外业务拓展国家的固定资产投资增速



### 触网参股鸿洋电商

- 公司此前参股鸿洋电商（旗下有我爱我家网），打造大装饰平台，帮助宝鹰股份向装饰行业上游的建材领域以及下游的家具领域拓展业务。2014年3月19日，宝鹰股份拟以人民币8,100万元对鸿洋电商进行增资，其中人民币233,294万元计入鸿洋电商注册资本，人民币7,866,706万元计入鸿洋电商资本公积，增资后，本公司以人民币2,700万元收购鸿洋电商股东马自强、胡金华、孙亚峰、李志群及蒋佳学所持鸿洋电商共5.00%股权，交易完成后，宝鹰股份将持有鸿洋电商20%股权。

图表11: 鸿洋电商旗下的我爱我家网首页



来源: 我爱我家网

- 鸿洋电商成立于2002年，旗下的我爱我家网是中国家装、建材和家居领域领先的O2O电商平台，2012年、2013年连续两年实现盈利，行业与企业均处于快速成长期。我爱我家网将“电商+店商+专业服务商”的品牌定位植入家装、建材和家居行业，以O2O为主要运行模式，实现线上线下兼有会员、广告等网站增值业务，突破传统家装建材业，发挥电商基因，立足体验式店商营销，在上海及周边地区取得快速发展的同时，通过在其它中心城市设立电商平台分站和体验店的

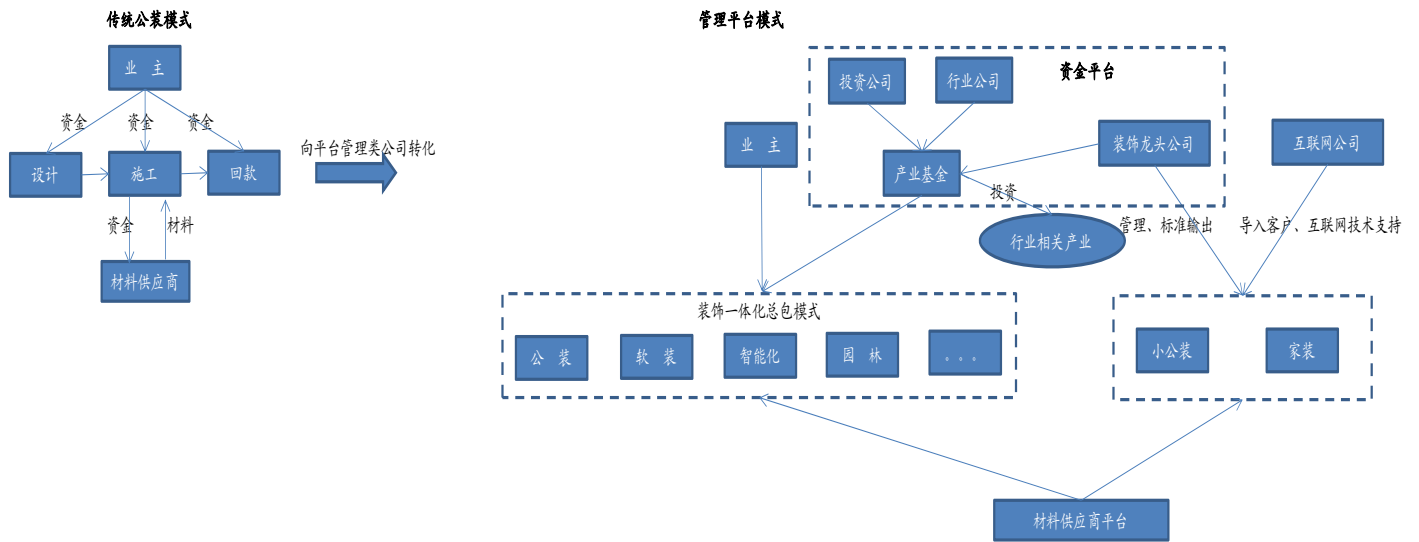
方式在全国范围内进行市场拓展。装饰企业由于业务特点，向上游建材行业或是下游家具行业拓展具备先天优势，一方面，打通上下游产业链后，由于为业主服务的装饰企业在推荐家具或是建材方面具备先天渠道优势，建材行业和家具行业很大程度能够同装饰企业的装饰服务业务紧密结合，从而加大项目体量，增加公司的盈利能力；另一方面，装饰公司作为设计方，能够在设计环节即定好同装饰风格相匹配的材料或是家具，将建材与家具业务同装饰业务相结合甚至打包亦符合装饰公司业务的内在特点，便于工程快速高效地开展。

- 2013 年我爱我家网推出移动互联 APP，主要用于活动介绍、用户查询和案例分享，2014 年公司将通过移动互联 APP，实现手机订购、手机支付、订单查询，以及网上监理，通过“爱家装修宝”实现装修信息的自动推送、装修材料的自主订购以及“爱家宅配”的功能使用，从而实现对网站商城的再开发。
- 我爱我家网未来将集中实现二个方向的业务拓展：第一是领域的拓展，我爱我家网的电子商务将从原来主要集中在家装建材的基础上扩展到家具、家电、家居用品等与“家”有关的领域；第二是地域的扩展，我爱我家网将充分利用网站无界限的特点，线上线下结合，在上海、苏州、杭州等城市电商平台发展成功的基础上，逐步建成北京、天津、深圳、广州、厦门、福州、南京等分站。
- 目前装饰龙头纷纷触网，宝鹰股份与我爱我家网的合作，有助于提升材料供应管理效率，也为未来家装业务拓展奠定了基础。

#### 装饰龙头未来发展趋势判断：龙头公司向平台型公司转变

- 在经济转型同时，装饰龙头公司也在谋划着自身未来的发展，不再是被动的加强管理迎接行业增速的放缓，而是主动求变。在这个阶段，装饰龙头公司的发展更加多元，不再拘泥于原有的业务，局限在管理加强、架构优化、信息化提升等几个有限的方面，而是逐步将自身打造一个平台，从纵向产业链角度看，公司打造资金平台，吸引更多资金投资装饰领域，设计、施工方面，未来管理输出将成为趋势，利用社会上的设计、施工资源为自身服务，供应链环节，装饰公司也有意在培养自身的配套企业；从横向专业领域来看，除了原有的装饰，园林、智能化等相关业务都可以利用装饰平台逐步做大做强；此外，龙头公司发展模式也在逐步创新，拥抱互联网，打造网络平台，为其业务空间拓展，满足客户需求提供了新的途径，这也标志着行业龙头公司进入了一个新的阶段。
- 宝鹰股份已经向平台型公司道路上迈进，国外，拓展海外市场，建立海外业务平台，国内，触网电商，加大与互联网合作，公司思路开阔，布局较快，部分领域已经走在行业前列。随着平台战略进一步深化，将继续做大做强。

图表12: 装饰龙头未来发展判断: 装饰龙头公司向平台化发展



来源: 国金证券研究所

### 投资建议

- 公司在传统装饰领域拓展较快, 考虑到业绩承诺, 预计未来业绩将保持稳健, 新业务拓展方面, 公司进展较快, 在海外以及互联网领域已经着力布局, 未来效果有望逐渐显现, 考虑到公司实际控制人仍处于协助调查状态, 复牌后短期可能会造成股价一定波动, 给予“增持”评级。
- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.21、0.27、0.33 元, 分别对应 26、20、17 倍估值水平。

### 风险提示

- 公司实际控制人影响
- 房地产、基建投资下滑超预期

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	1,345	1,421	3,727	4,835	7,250	8,703	货币资金	241	193	586	1,049	466	491
增长率		5.7%	162.2%	29.7%	50.0%	20.0%	应收款项	250	322	1,802	2,599	3,861	4,592
主营业务成本	-1,189	-1,212	-3,098	-4,033	-6,012	-7,216	存货	226	201	139	221	329	395
% 销售收入	88.4%	85.3%	83.1%	83.4%	82.9%	82.9%	其他流动资产	62	20	77	103	152	182
毛利	155	209	629	802	1,238	1,486	流动资产	779	736	2,603	3,971	4,809	5,661
% 销售收入	11.6%	14.7%	16.9%	16.6%	17.1%	17.1%	% 总资产	66.8%	69.0%	93.3%	94.3%	93.6%	93.1%
营业税金及附加	-7	-8	-124	-161	-241	-290	长期投资	17	17	31	32	31	31
% 销售收入	0.5%	0.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	固定资产	311	262	52	148	239	326
营业费用	-115	-99	-22	-29	-94	-113	% 总资产	26.6%	24.6%	1.9%	3.5%	4.6%	5.4%
% 销售收入	8.6%	7.0%	0.6%	0.6%	1.3%	1.3%	无形资产	43	37	68	59	59	58
管理费用	-146	-127	-83	-111	-275	-331	非流动资产	386	331	188	240	330	418
% 销售收入	10.9%	9.0%	2.2%	2.3%	3.8%	3.8%	% 总资产	33.2%	31.0%	6.7%	5.7%	6.4%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	-113	-26	400	501	627	753	<b>资产总计</b>	<b>1,166</b>	<b>1,066</b>	<b>2,791</b>	<b>4,212</b>	<b>5,140</b>	<b>6,079</b>
% 销售收入	n.a	n.a	10.7%	10.4%	8.6%	8.6%	短期借款	135	34	660	710	610	710
财务费用	2	2	-46	-60	-58	-69	应付款项	222	235	928	1,200	1,791	2,150
% 销售收入	-0.2%	-0.1%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%	其他流动负债	35	40	156	252	358	422
资产减值损失	-32	-59	-61	-72	-71	-72	流动负债	392	309	1,743	2,162	2,759	3,282
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0	长期贷款	2	0	0	0	0	1
投资收益	-1	2	0	0	0	0	其他长期负债	17	25	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>411</b>	<b>334</b>	<b>1,743</b>	<b>2,162</b>	<b>2,759</b>	<b>3,283</b>
营业利润	-144	-79	294	369	497	612	<b>普通股股东权益</b>	<b>695</b>	<b>656</b>	<b>1,042</b>	<b>2,039</b>	<b>2,339</b>	<b>2,720</b>
营业利润率	n.a	n.a	7.9%	7.6%	6.9%	7.0%	少数股东权益	60	76	5	11	41	76
营业外收支	0	2	1	1	1	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,166</b>	<b>1,066</b>	<b>2,791</b>	<b>4,212</b>	<b>5,140</b>	<b>6,079</b>
税前利润	-143	-77	295	370	498	613	<b>比率分析</b>						
利润率	n.a	n.a	7.9%	7.7%	6.9%	7.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	13	-1	-75	-96	-130	-159	<b>每股指标</b>						
所得税率	n.a	n.a	25.4%	26.0%	26.0%	26.0%	每股收益	-0.237	-0.085	0.207	0.212	0.268	0.331
净利润	-131	-78	220	274	369	454	每股净资产	1.531	1.446	4.219	6.955	7.981	9.279
少数股东损益	-23	-39	0	6	30	35	每股经营现金净流	-0.086	-0.062	-1.816	-0.698	-1.000	0.390
归属于母公司的净:	-107	-39	220	268	339	419	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	n.a	n.a	5.9%	5.5%	4.7%	4.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	-15.46%	-5.87%	21.10%	13.15%	14.48%	15.39%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	-9.21%	-3.61%	7.88%	6.37%	6.59%	6.89%
净利润	-131	-78	220	274	369	454	投入资本收益率	-11.55%	-3.37%	17.50%	13.42%	15.51%	15.88%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	78	104	73	87	91	94	主营业务收入增长率	-7.35%	5.69%	162.19%	29.72%	49.96%	20.04%
非经营收益	0	-1	19	79	42	42	EBIT增长率	N/A	-77.33%	#####	25.00%	25.23%	20.09%
营运资金变动	14	-53	-761	-645	-795	-476	净利润增长率	N/A	-64.12%	N/A	21.92%	26.32%	23.60%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-39</b>	<b>-28</b>	<b>-449</b>	<b>-205</b>	<b>-293</b>	<b>114</b>	总资产增长率	-11.64%	-8.54%	161.77%	50.91%	22.02%	18.28%
资本开支	-31	-11	-4	-103	-108	-109	<b>资产管理能力</b>						
投资	-5	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	63.7	62.7	88.5	180.0	180.0	180.0
其他	102	8	150	0	0	0	存货周转天数	77.9	64.3	20.0	20.0	20.0	20.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>66</b>	<b>-4</b>	<b>146</b>	<b>-104</b>	<b>-108</b>	<b>-109</b>	应付账款周转天数	62.0	57.0	29.1	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	56	2	766	0	0	固定资产周转天数	82.6	67.3	5.1	7.3	6.9	7.4
债权募资	25	-104	320	50	-100	101	<b>偿债能力</b>						
其他	-9	-4	-5	-45	-81	-81	净负债/股东权益	-13.80%	-21.96%	7.07%	-16.54%	6.03%	7.86%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>-52</b>	<b>317</b>	<b>771</b>	<b>-181</b>	<b>20</b>	EBIT利息保障倍数	53.1	13.0	8.7	8.4	10.8	10.9
<b>现金净流量</b>	<b>43</b>	<b>-84</b>	<b>14</b>	<b>463</b>	<b>-583</b>	<b>25</b>	资产负债率	35.28%	31.30%	62.46%	51.33%	53.68%	54.00%

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	1	1	1	1
增持	0	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	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作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: 0755-83831378

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