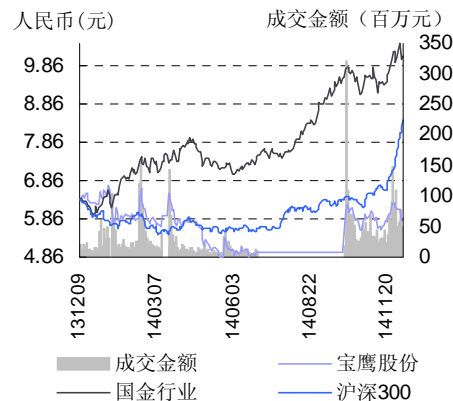


宝鹰股份 (002047.SZ) 建筑装饰行业
评级: 买入 上调评级
公司研究

市价 (人民币): 5.83 元

宝聚平台求创新, 鹰翔海外拓发展
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)	7,363.88
年内股价最高最低(元)	6.73/4.86
沪深 300 指数	3252.88
中小板综指	8149.55


相关报告

1. 《三季度业绩加速, 新业务逐步拓展》, 2014.10.27
2. 《建立海外业务拓展平台, 多元发展的装饰龙头》, 2014.10.8

刘晨辰 联系人
(8621)61356502
liuchench@gjzq.com.cn

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

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	0.222	0.311	0.406
每股净资产(元)	1.45	4.22	7.00	8.21	9.83
每股经营性现金流(元)	-0.06	-1.82	-0.85	-0.98	0.60
市盈率(倍)	-35.45	31.03	26.25	18.70	14.32
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	27.37%	40.37%	30.54%
净资产收益率(%)	-5.87%	21.10%	13.66%	16.34%	17.82%
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

- **海外市场广阔, 公司抢占先机:** 海外市场广阔, 一方面源于我国走出去战略, 对外投资进一步加大, 建筑工程行业率先受益, 这里面受益的不仅是大型国企, 民企也同样受益; 另一方面源于海外市场本身需求的增长, 经济危机影响已经退去, 东南亚等地区经济开始平稳增长, 而当地整体建设水平较低, 这给予具备技术, 人力优势的国内企业很好的机遇。目前宝鹰股份一方面通过中建南方布局海外, 另一方面与印尼熊氏集团达成合作协议, 相比国内其他装饰龙头, 公司抢占先机, 搭建好海外平台, 预计明后两年海外订单及业绩有望超出市场预期。
- **积极触网, 新业务模式推动新成长:** 家装电商重心在流量和线下服务, 流量方面, 我爱我家 13 年被艾瑞网评为家装类网站第一名, 在 Alexa 排名等方面相比其他同类网站公司具备较强优势, 具备较强引流能力; 线下服务方面, 我爱我家通过体验店方式在上海及周边地区扎实拓展, 帮助部分装饰公司通过网站预约订单超过 2000 个, 每年上千万人次选择爱家进行咨询、学习、讨论及分享, 同时公司也连续两年实现了盈利; B2B 建材销售平台设立, 一方面有效的整合了三家公司供应链体系, 另一方面借助三家公司在公装家装领域的影响力, 有望吸引更多供应商和装饰商进驻, 进一步降低价格, 提供更多品类优质产品, 逐步做大做强 B2B 平台。
- **传统业务稳健:** 基建, 地产投资增速逐步放缓, 市场担心龙头装饰公司传统业务将出现下滑, 我们一定程度上同意市场观点, 龙头装饰公司业务都将走向平稳, 同时我们也认为宝鹰股份传统业务增速有望快于其他龙头公司, 一方面因为公司上市时间较短, 刚刚享受资本市场资源; 另一方面公司拥有配套融资资金, 在手订单充足, 仍能保持较快增长。

投资建议

- 我们看好公司未来发展, 海外以及触网业务有望超出市场预期, 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22、0.31、0.41 元, 给予“买入”评级。

风险

- 国内业务下滑超预期
- 海外业务拓展速度低于预期

内容目录

国内装饰稳健发展.....	4
公司业绩保持稳健增长.....	4
海外平台设立，业务拓展或超预期.....	4
海外市场广阔，公司抢占先机.....	4
看好公司海外市场，公司双线布局海外，明后年海外业务有超预期可能.....	9
积极触网，新业务模式推动新成长.....	11
我爱我家线上线下扎实发展，与宝鹰合作将加速做大做强.....	11
B2B 建材销售平台带动公司内生外延发展.....	14
投资建议.....	16
风险提示.....	16
附录：三张报表预测摘要.....	17

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：“一带一路”涉及到的国家和地区.....	5
图表 4：东南亚主要国家吸收的外国直接投资增长很快.....	6
图表 5：东亚主要国家总 GDP 及增速.....	6
图表 6：部分中建南方和熊氏集团对宝鹰股份较重要的优势渠道所在地的 GDP 增速及资本形成总额同比增速.....	6
图表 7：马来西亚、新加坡、印尼的部分规划或项目.....	7
图表 8：国际油价、俄罗斯 GDP 增速&固定资产投资同比增速之间的关系.....	7
图表 9：除 09 年以外，近 10 年来中亚五国历年总 GDP 及总资本形成总额均保持快速增长态势.....	8
图表 10：我国与中亚各国以往合作硕果累累.....	8
图表 11：神州长城海外装饰业务毛利率显著高于国内同行国内业务毛利率.....	8
图表 12：中建南方装饰工程有限公司的资质情况.....	9
图表 13：神州长城对外签单额的快速增长暗示我国装饰行业对外输出在起步阶段业绩超预期可能性很大.....	10
图表 14：熊氏集团以及掌门人熊德龙影响力和能量很大——下两图为熊德龙分别与中美领导人的合影.....	10
图表 15：部分以往亚运会的预算或投资情况.....	11
图表 16：我爱我家正处快速增长期.....	12

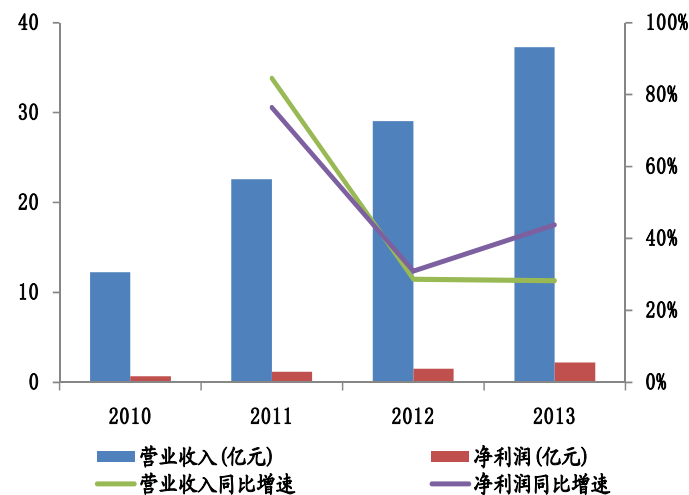
图表 17: 根据艾瑞资讯和百度家装相关关键词搜索得到的主要家装相关公司网站的排名&收录&反链接情况——第一梯队的公司综合优势特别突出	13
图表 18: 装修公司通过平台预约订单数量较多	14
图表 19: 供应链体系打通, 促进三家公司内部整合	15
图表 20: 预计未来平台交易量将快速上升	15

国内装饰稳健发展

公司业绩保持稳健增长

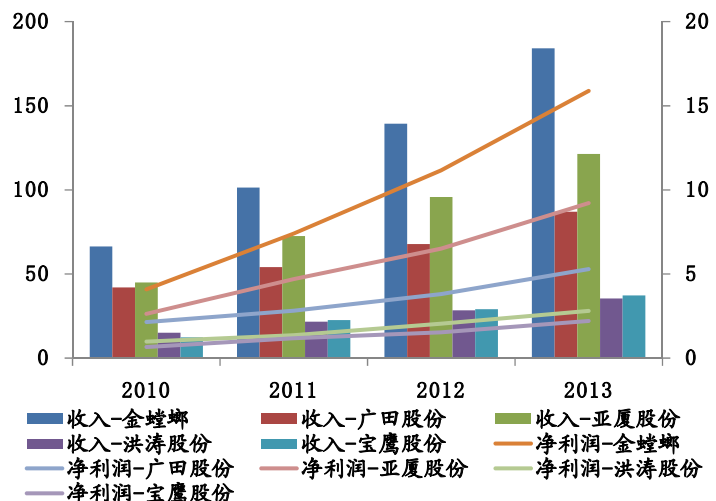
- 宝鹰股份连续 8 年位列中国装饰行业百强企业，在金融机构装饰、大型公共建筑装饰、地铁轨道装饰及高端酒店装饰领域具有领先实力，此外，在设计、幕墙门窗领域也具备较强实力。
- 资质方面，宝鹰股份是全国建筑装饰行业拥有较齐全的业务资质的企业之一，具备 4 个设计甲级（装饰、幕墙、智能化、消防）和 6 个施工壹级（装饰、幕墙、智能化、消防、金属门窗、机电设备）及 1 个钢结构施工贰级，还有展览展示工程施工一级、安全技术防范系统、医疗器械、金融安全防范设施等多项施工设计资质。
- 从过去几年发展情况来看，公司保持了快速增长，营收、利润快速攀升，目前体量已在装饰行业内排名前列。

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



海外平台设立，业务拓展或超预期

海外市场广阔，公司抢占先机

- 在经济转型和地方政府债务压力巨大导致国内固定资产投资增速长期放缓的背景下，强化海外业务开拓，“走出去”是我国当前建筑行业中龙头公司的整体趋势，且在开展海外项目时，由于我国建筑业人员优秀，成本较低，在项目竞标中往往具有非常强大的优势。
- “走出去”是在全球化大趋势下我国企业开拓国际市场，参与国际市场竞争以寻求新增长点的必要条件，也是我国企业发展壮大后国际扩张的必然选择，“走出去”对处于充分竞争、产能过剩、或是增速开始放缓的行业中的企业而言又特别重要，自改革开放起即受到我国政府的长期重视与扶持；而民营企业通常体制灵活，市场感觉敏锐，介入海外竞争较激烈的市场时优势往往比国企更显著。对建筑业而言，扩大服务出口有助于在投资放缓的背景下维持甚至增加企业收入的增速，并平滑政策不连续性给公司业绩带来的波动；在国内投资增速放缓、建筑业竞争日益激烈的背景下，扩大工程出口也有助于充分利用在以往产业扩张中既已形成的建设能力，一定程度缓解国内投资增速下滑的不利影响，规避国内日趋激烈的竞争，并消化部分过剩产能。
- 政治与外交上的需求会推动我国与邻国的合作，并帮助我国企业的“走出去”打开新市场。以“一带一路”为例，“一带一路”在培养

我国经济新的增长点、推动资本输出消化自身过剩产能的同时亦是我国中长期政治&外交部署的重要组成，陆上“丝绸之路”除能带动我国西部发展以外，其中涉及的能源合作在降低我国对海上能源进口的依赖以进一步确保能源安全，向邻国输出中国影响力，加强与俄罗斯和中亚国家的合作从而制衡美国等战略层面上都有重大意义；而“海上丝绸之路”则能够制衡美国将中国排除在外的 TPP 计划，推动亚太更深化的合作。推动与周边国家的战略合作必然也会涉及到同这些国家经贸层面更深层次的互相渗透，从而有望为我国企业“走出去”打开新的市场。值得注意的是，宝鹰股份海外业务拓展的主要区域（印尼、马来西亚、新加坡、中亚、俄罗斯等国）正好就名列“一带一路”涉及到的加强战略合作的国家和地区。

图表3：“一带一路”涉及到的国家和地区



来源：互联网

- 由于区域发展的不均衡，世界上包括东南亚发展中国家在内的众多新兴地区依然处于快速发展的状态，按亚洲开发银行预期，东南亚地区 2014 年经济料增长 4.7%，2015 年增速预估仍维持在约 5.4%，相对 13 年均呈现回暖趋势——而一般情况，回暖或快速增长的经济往往能为当地工程建设服务的需求形成有力支撑。
- 东南亚：出口、经济转型&结构调整是影响经济增速的两条主线，特别后者有望促使东南亚成为拉动亚洲经济增长的新引擎。
 - 1) 出口——东南亚国家成为国际生产网络的重要节点吸引了外资和跨国公司的大量流入，并直接导致东南亚成为相关产业的出口基地，而世界经济在金融危机前的繁荣期和中国在经融危机前后经济的高速增长则为东南亚相关出口提供了巨大的需求，从而推动了东南亚外向型企业以及经济的高增长。除此以外，由于中国劳动力成本的上涨，东南亚地区低工资、低劳动力成本相对于中国的优势也将越来越显著，制造业向东南亚转移的长期趋势也有望进一步推动区域经济的增长。
 - 2) 经济转型&结构调整。由于外向型经济也为东南亚带来经济增长对投资和出口高度依赖的风险，对此，相关国家近年来积极实施刺激内需的政策并加大基础设施投资，同时伴随中产阶级崛起，内需逐渐成为东南亚一些国家经济增长的重要动力，例如，2007—2009 年印尼国内消费对经济增长的贡献率即已由 50.8% 升至 89.1%，而同期马来西亚个人和政府消费对经济增长的贡献率亦由 42.5% 升至 95.7%。特别，2012 年东南亚国家在外部经济不景气的大环境下依然保持了较高的经济增长，再次暗示该地区国家的

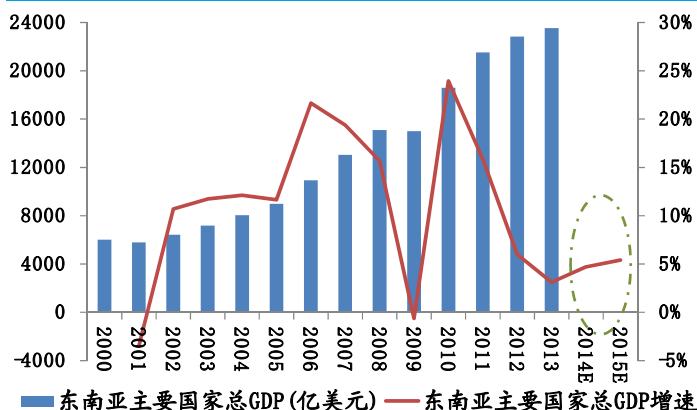
增长对出口的依赖程度在减弱，并已更多受益于区域内经济体的投资和消费的增加，以及各经济体相互之间的投资和贸易。

图表4：东南亚主要国家吸收的外国直接投资增长很快



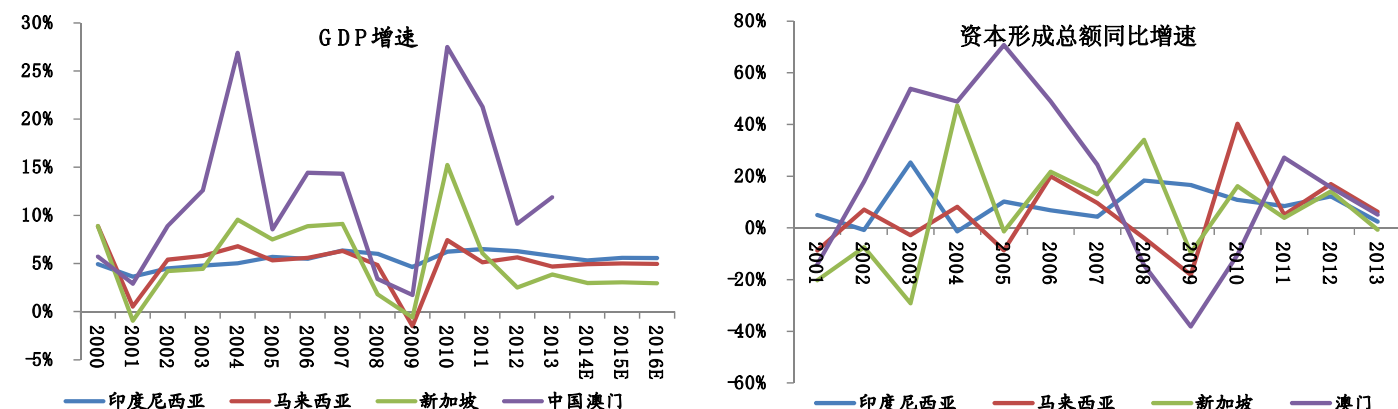
来源：互联网

图表5：东亚主要国家总 GDP 及增速



来源：根据 WIND 数据和公开信息整理，各国 GDP 数据选用世界银行版。东亚十一国为越南，柬埔寨，老挝，缅甸，泰国，新加坡，菲律宾，印尼，马来西亚，文莱，东帝汶，由于缺少缅甸世界银行历年 GDP 总量数据，我们在这里仅以其余 10 个国家的 GDP 总量代表东南亚主要国家总 GDP。

图表6：部分中建南方和熊氏集团对宝鹰股份较重要的优势渠道所在地的 GDP 增速及资本形成总额同比增速



来源：根据 wind 数据整理。

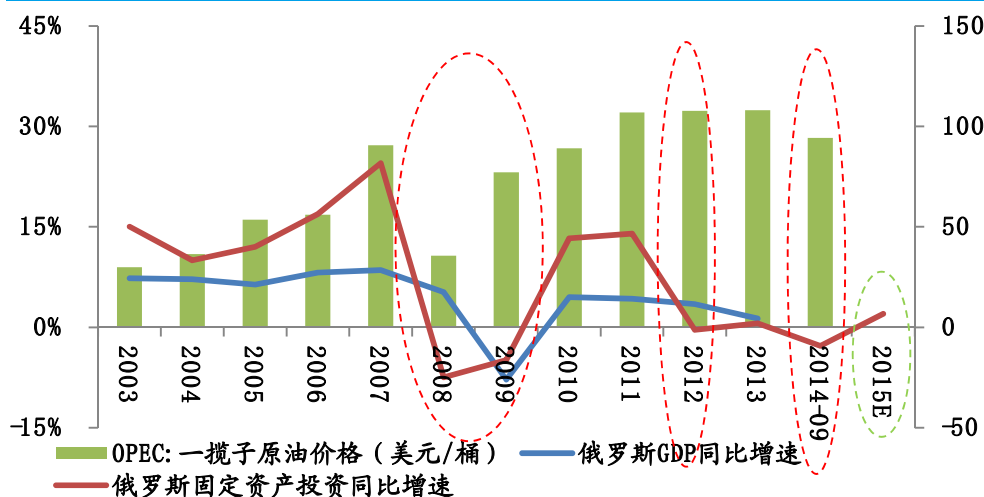
图表7: 马来西亚、新加坡、印尼的部分规划或项目

国别	推出日期	规划或项目	内容
马来西亚	2011年3月	9项新启动计划及14项后续计划	这23项启动计划总投资高达147亿5000万令吉，预期将带来201亿令吉国民总收入及制造8万8354个就业机会。
	2010年6月	第十大马计划	该国第十个5年计划，根据该计划，马来西亚将在未来五年使国民生产总值增长率保持在6%，到2015年人均收入上升到11916美元，贫困率从2009年的3.8%下降到2%，失业率维持在3%左右，私营经济和以创新为主导的行业将担负起带领国家经济腾飞的主动力量。在第十大马计划期间，政府计划投入710亿美元用于完善基础设施、改善民生、发展教育、节能减排等领域。其中55%用于促进经济增长，30%用于社会发展，10%用于国家安全投入，另外5%用于行政开支。
新加坡	2013年1月	地铁建设新规划	新加坡政府最近推出新规划，将建设2条全新的地铁线，同时延长目前已有的3条线路，计划在2030年以前，使地铁的总长度达到360公里，比现有的长度增加一倍。
印尼	计划在2015年	基建工程项目	印尼总统佐科的新政府计划在2015年推出43项基建项目，总投资额达520亿美元，包括如铁路、港口、收费公路及污水处理设备等。对于将成为政府工作重点之一的海洋基础设施项目，印尼计划将建造24个大型港口，包括海上通道工程。
	2011年6月	国民经济15年中期建设规划（2011-2025）	印尼15年国民经济建设规划主要指标为：大力招商引资，为中期建设规划募集巨额资金，其中2011-2014年投资总额4000万亿印尼盾（约4700亿美元）；重点发展农业、加工业、矿业、海洋渔业、旅游业、电信业、能源产业和拓展国家战略地区8个领域的18项主要产业，其中包括钢铁、餐饮、纺织和成衣、交通、造船、镍矿、铜矿、铝矾土、棕榈油、橡胶、可可、渔业、旅游、电信、煤炭、石油天然气等行业产业，以及雅加达和周边城镇的大都市经济圈、巽达海峡大桥及周边经济枢纽建设等；未来15年的年均经济增长率7%至8%等。

来源：根据公开信息整理

- **俄罗斯：国际能源价格变动是影响经济增速的关键因素。**以往经验显示俄罗斯固定资产投资增速很大程度会受企业以及国际资本对俄罗斯GDP增速预期的影响——如果企业&国际资本预期俄罗斯GDP保持高增长或增速回暖并且这种预期非常清晰，则会有加大固定资产投资的倾向，反之则会有减少投资的倾向（对国际资本而言则是外逃），而俄罗斯以往GDP高增长又同能源出口密切相关，这又使俄罗斯经济增长易被国际能源需求变动（受世界经济增速影响较大）以及能源价格变动（受能源需求和供给两方面影响）显著影响。近期各种政治因素以及油价下跌给俄罗斯当前以及未来增长蒙上了阴影，给其后续投资带来了不确定性。

图表8: 国际油价、俄罗斯GDP增速&固定资产投资同比增速之间的关系

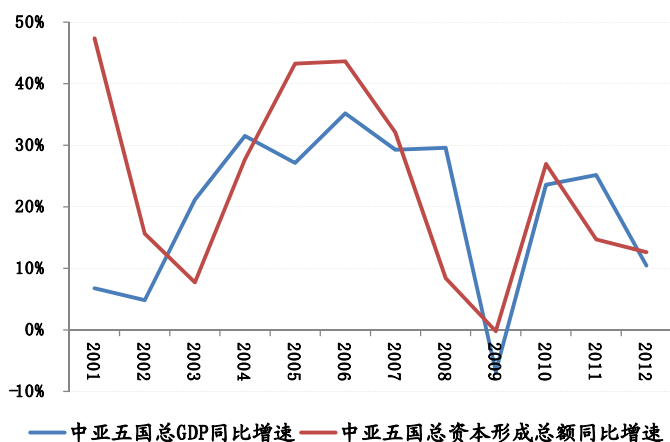


来源：根据 WIND 数据和公开信息整理

- **中亚：地缘政治背景下的区域合作是中亚经济高增长关键的、有望长期持续的因素。**中亚对中国的区域安全和地缘政治亦都非常重要，我国政府也因此特别注重与中亚国家的外交关系与战略合作，过去十余年中国经济的快速增长已在中亚地区造就了一条新的丝绸之路，并为中亚地区近几年GDP的高增长提供过强力支持，中亚各国国内需求和市场购买力也在逐年提高。而2013年9月习近平主席访问了土库曼

斯坦、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦以及吉尔吉斯斯坦，签订了一系列能源安全方面的协议，进一步加深了与中亚各国在边境安全方面的合作，提出共同建设“丝绸之路经济带”，鼓励自由贸易与交流，这是丝绸之路经济带成为国家战略之始，丝绸之路经济带无疑将为中亚的发展带来新的机遇，并继续推动中亚区域经济的快速增长。

图表9：除09年以外，近10年来中亚五国历年总GDP及总资本形成总额均保持快速增长态势



来源：根据 WIND 数据整理。中亚五国包括哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦。

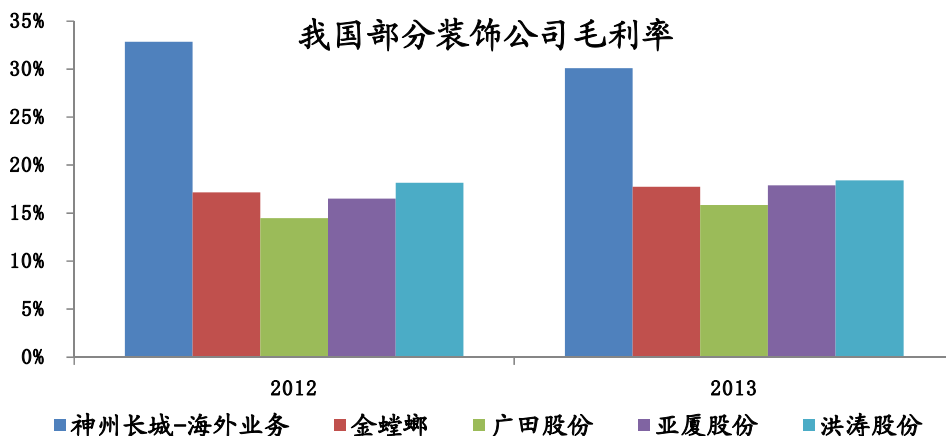
图表10：我国与中亚各国以往合作硕果累累

贸易	中国已分别成为哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦和塔吉克斯坦的第二大贸易伙伴。
对外投资	中国对中亚国家的直接投资快速增长，已成为乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦第一，塔吉克斯坦第二大投资来源国。
基础设施	以铁路为主体，包括公路、航空、管道、通讯和口岸设施在内连接中国—中亚的交通走廊硬件设施已经初步建成。中国沿陇海铁路、兰新铁路深入中亚地区的铁路干线已成为新亚欧大陆桥的重要组成部分；中国与中亚地区公路相互衔接，中国与中亚国家连接的主要干线公路均加入了亚洲公路网。
能源合作	中哈石油管道自2006年正式开通，哈萨克斯坦已累计向中国输送原油5000多万吨。中国—中亚天然气管道2009年底到2013年已累计向中国输送天然气600多亿立方米，相当于中国2010年天然气总产量的一半。

来源：根据公开信息整理

- 对于我国装饰行业企业而言，近年来受国内基础设施建设投资放缓以及房地产市场调整的不利影响，建筑装饰行业普遍出现应收账款大幅增加、经营性现金流恶化、竞争变激烈的情形，于是行业内公司亦存在较迫切的调整经营策略，开拓新市场，以及尽量规避国内激烈竞争的诉求。而在世界上其他整体发展阶段落后于我国当前的、且还在快速发展的国家中，不仅装饰工程的市场增长空间大，且装饰领域的竞争还没有达到国内一样激烈的程度使相关工程毛利率更高，于是海外市场对国内装饰企业而言显得更加诱人。

图表11：神州长城海外装饰业务毛利率显著高于国内同行国内业务毛利率



来源：根据 WIND 数据和公司公告整理

- 由于我国建设程度通常领先于这些国家（新加坡除外）或地区，我国装饰企业通常也比这些国家或地区本土的装饰企业更为成熟，资金、技术或管理优势都更显著，因而在公平竞标中更容易处于优势地位。而与金螳螂、广田股份、亚厦股份、洪涛股份等龙头装饰公司相比，宝鹰股份更早地布局海外业务，旗下中建南方或是合作方熊氏集团在东南亚等地的渠道优势

都相当明显，因而宝鹰股份在我国装饰企业海外业务拓展方面具备一定先发优势。

看好公司海外市场，公司双线布局海外，明后年海外业务有超预期可能

- **公司双线布局海外业务，明后年海外业务有超预期可能。**宝鹰股份收购中建南方以及与熊氏合作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。
- **中建南方布局海外多年，逐步进入订单收入释放期。**
 - 中建南方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，具体业务专注于大工装领域，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，位列我国装饰行业的一线公司。

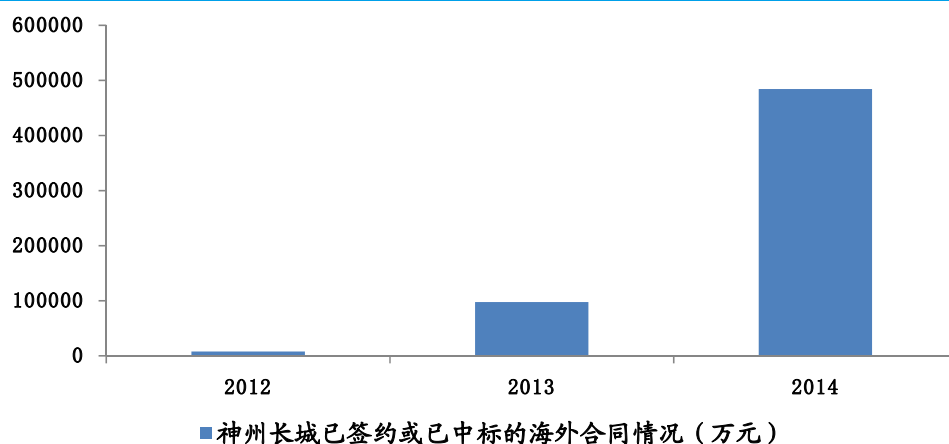
图表12：中建南方装饰工程有限公司的资质情况

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
建筑幕墙专业承包一级	2009年5月	建筑装饰装修专业承包一级	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

- 中建南方自 2008 年开始进军海外工程市场，是国内建筑装饰行业最早开展海外业务的企业之一，已在该细分领域形成了较强的竞争力和市场知名度与名誉度。公司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。而参考神州长城开展国外业务的经验可知，在公司开拓海外市场的初期，一旦渠道等各环节的工作准备充分并且公司真正介入了国外市场，至少在早期阶段国外业务订单的放量可能会特别迅速，并超出预期，而这种现象在企业介入那些在建设水平落后于我国的、依然处于快速城镇化阶段的、本地装饰行业整体业务水平相比我国装饰行业都显著不足的地区往往又容易表现得特别明显。

图表13: 神州长城对外签单额的快速增长暗示我国装饰行业对外输出在起步阶段业绩超预期可能性很大



来源: 深圳中冠纺织印染股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易并募集配套资金预案

■ 熊氏集团实力突出，借机亚运会将获快速发展。

- 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。

图表14: 熊氏集团以及掌门人熊德龙影响力和能量很大——下两图为熊德龙分别与中美领导人的合影



来源: 互联网

- 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，将成为熊氏集团和宝鹰股份的合作范围。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。

- 2014 年 9 月 20 日，亚洲奥林匹克理事会最终确定第 18 届亚运会将于四年后在印尼举行，主办城市雅加达将联合万隆、巨港等城市共同承办。从历年亚运会经验看，除亚运会本身基建投资以外，亚运会还会间接带动举办方旅游业、酒店业等相关产业的发展，从而直接或间接对相关工程的需求产生拉动。从这一层面看，宝鹰同熊氏集团的合作可谓恰当时，熊氏在印尼的渠道优势有帮助宝鹰把握印尼亚运会带来的短中期建设项目密集铺开的机会，使公司在海外的业务拓展在较短时期内即取得理想进展。

图表15：部分以往亚运会的预算或投资情况

第十八届	2018年印尼雅加达	——
第十七届	2014年韩国仁川	约20亿美元预算
第十六届	2010年中国广州	预算1226亿元人民币（约183亿美元），史上最豪华亚运会
第十五届	2006年卡塔尔多哈	28亿美元，除此以外还有多哈新机场总投资10亿美元，改造道路总投资34.3亿美元，客运港码头投资4000万美元
第十四届	2002年韩国釜山	3亿美元
第十三届	1998年泰国曼谷	曼谷亚运村耗资2.52亿美元
第十二届	1994年日本广岛	预算289亿日元
第十一届	1990年中国北京	21.37亿元人民币

来源：根据公开信息整理

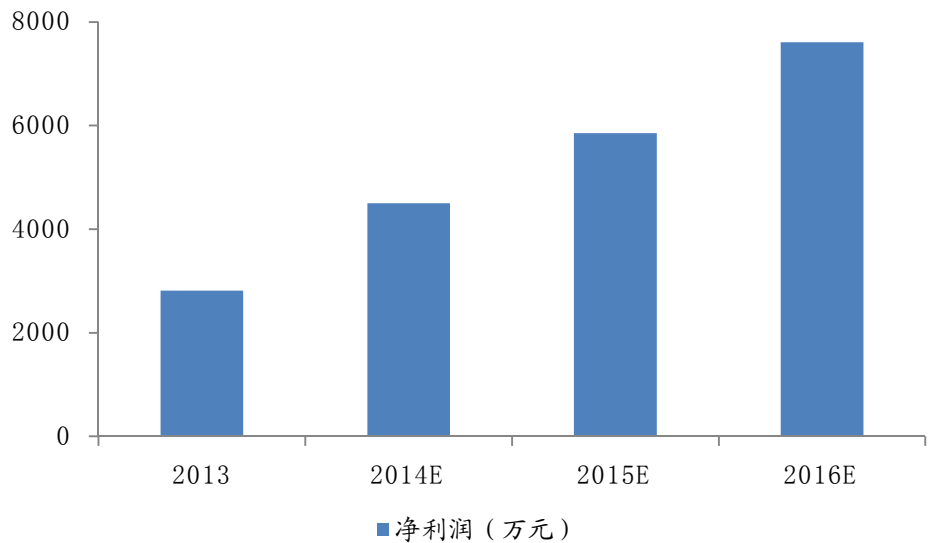
- 目前中国和印尼关系处于史上最佳时期，与中国同为新兴市场国家的印尼是中国在东南亚的最大邻邦，也是东盟唯一的二十国集团成员，习近平总书记去年 10 月份访问印尼将中印关系提升为全面战略伙伴关系，将两个国家拉得更近，这亦能为我国企业在印尼拓展市场创造更有利的环境。

积极触网，新业务模式推动新成长

我爱我家线上线下扎实发展，与宝鹰合作将加速做大做强

- **家装电商快速发展，线上线下要同时发力：**线上家装行业发展迅速，13 年线上家居装潢月用户近 4000 万，年用户达 1.5 亿，从上海区域家装用户结构来看，本科及专科以上占比 60%以上，已婚有孩子用户占到 65%，25-34 岁用户占到 59%，可以说随着社会学历普遍提高，尤其是年轻人逐步进入到结婚购房年龄后，选择家装电商用户将进一步增加，成为一种趋势。
- **流量重要性：**家庭装修，是一个低频次，高额度的消费领域，消费者一生中装修次数也相对有限，这就决定了家装电商粘性不可能像其他消费类电商那么强，也就要求家装电商要重视流量的获取，除了线上线下营销购买流量外，线上爆款、线下团购、资讯、论坛等服务也会为公司带来一些稳定的流量。
- **线下服务重要性：**家装装修不同于其他消费品，非标准化程度较高，线下看重的不仅是品牌，价格，更重要的是服务，这也就给企业在线下拓展时提出了更高的要求，要想快速拓展，抢占市场，必须要有出众的线下服务能力，这也使得家装电商规模以及市场占有率不可能像其他消费品电商那样提升那么快，且增长还会受制于区域分割。
- 鸿洋电商成立于 2002 年，拥有并运营“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，公司定位“电商+店商+专业服务商”，发挥电商基因，发展线上业务同时，扎实立足体验式店商服务，在上海及周边取得了快速发展，在过去两年公司均实现盈利，根据公司业绩承诺，未来仍将快速成长。

图表16: 我爱我家正处快速增长期



来源: 国金证券研究所

- 线上引流实力强:** 通过权威流量网站 ALEXA 的数据对比, 2013 年我爱我家网被中国互联网权威评测机构艾瑞网评为家装类网站第一名。Alexa 排名、搜索引擎收录情况、反链接情况综合起来很大程度能反映网站推广工作的量和效果, 我们通过综合百度关键词搜索得到的结果和艾瑞资讯网站相关研究涉及的主要网站得到的一系列主要家装类网站大致可分为四个梯队, 我爱我家位于其中第一梯队, 在 Alexa 排名 & 搜索引擎收录数 & 反链数上的综合优势相对其他网站而言特别突出。我爱我家相比其他家电商, 在资讯, 论坛方面做得较好, 作为消费者更愿意在我爱我家上学习家装领域知识, 这也可以为公司带来一些稳定的流量。考虑到公司目前线下体验店主要在上海及周边地区, 随着未来分站逐步设立以及移动端逐步推广, 线上流量将继续增加。此外, 我爱我家通过大数据, 针对客户已选择的商品进行恰当的推荐, 提升客单价水平。

图表17：根据艾瑞资讯和百度家装相关关键词搜索得到的主要家装相关公司网站的排名&收录&反链接情况——第一梯队的公司综合优势特别突出

按Alex排名顺序归类	网站名	类型	网址	Alex综合排名	百度收录(万个)	百度反链(万个)	反链数 (Alex 查询页)	反向链接 (Alex 排名页)
第一梯队：知名度&影响力明显位于行业前列的网站	土巴兔	综合型家居导购&交易平台	www.to8to.com	999	199	62.7	951	1968
	齐家网	综合型家居导购&交易平台	www.jia.com	1107	0.276	104	930	588
	我爱我家	综合型家居导购&交易平台	www.525jcom.cn	2284	43.3	21.8	456	1023
	太平洋家居网	综合型家居资讯&门户	www.pchouse.com.cn	2417	44.5	67.7	3138	1706
	和家网	综合型家居资讯&交易平台	www.51hejia.com	5687	50.6	440	1304	730
第二梯队	装修点评网	综合型家居互动&导购平台	www.80018.cn	7068	12.3	6.2	12	83
	中华室内设计网	装修资讯&导购平台	www.a963.com	9841	2.67	2.99	693	676
	丁丁装修网	家装服务导购&交易平台	home.ddm.ap.com	14338	1.88	0.555	23	1292
	筑龙网	综合型建筑工程&装修服务及相关领域的资讯&导购&交易平台	www.zhulong.com	14672	2.62	49.5	915	1912
	百装网	综合型装修资讯&招投标&交易平台	www.100zhuang.com	16734	6.12	1.64	150	156
第三梯队	一起装修网	综合型家装招投标&导购&交易&团购平台	zxbm.17house.com	44621	0.003	0.0092	1	303
	乐家居(美乐乐)	综合型家居导购&交易&团购平台	www.lejia.com	52484	61.7	35	2024	214
	高老庄装修	家装服务导购平台	www.gzhuang.com	60429	0.002	0.0035	3	28
	沃克装修	综合型家居导购&交易平台	www.wokejia.com	60787	14.9	1.23	72	43
	中国建筑装饰网	综合型装修资讯&导购&交易平台	www.ccd.com.cn	62886	0.0051	27.6	1084	741
	易装网	家装服务招投标&导购平台	shezhuang.cc	68978	0.497	0.0045	0	22
	家居在线	综合型家装导购&交易平台	www.jiaonline.com	130402	6.7	0.893	570	295
	上海家装网	家装服务导购&招投标平台	sh.zx123.cn	143811	1.79	0.298	212	378
第四梯队	实创整体家装	垂直家装	www.sc.cc	244510	2.59	64.9	32	48
	陈丽娟装潢热线	—	www.clijia.com	858676	0.0938	0.304	82	41
	蜗牛家装网	—	www.51wn.cn	2390073	0.258	0.224	8	15
	申远空间设计	—	www.sy-021.com	3372363	0.337	4.18	8	4
	六装网	—	sh.6zhuang.com	3376959	0.357	0.135	1	17
	柚子装修	—	www.youzu100.com	5650780	0.0002	0.002	0	(无记录)
	12580装修网(家居装修网)	—	www.12580zh.com	6009461	0.0357	0.0093	(无记录)	0
	翻新装潢网	—	www.homerernew.com.cn	(无记录)	(取消)	(取消)	1	6
无Alex排名未分梯队的子域家装类网站	无忧家装网	—	sh.zx51.com	(无记录)	0.0032	0.0013	1	1
	百度家装	综合型家居导购门户	jia.baidu.com	—	—	—	—	—
	新浪家居	综合型家居资讯&导购门户	jia.sina.com.cn	—	49.1	3120	2417	—
	搜狐家居	综合型家居资讯&社区	home.focus.cn/decor	—	1150	498	1605	—
作为排名、收录数、反链接数参考的网站	家装e站	垂直家装	jez.tmall.com	—	0.0001	0.399	8	—
	天猫家装频道	综合型家居导购&交易平台	jia.tmall.com	—	0.001	0.818	632	—
	百度	—	www.baidu.com	5	—	—	1227476	180791
	淘宝	—	www.taobao.com	9	6.91	>10000	289416	89197
	新浪微博	—	weibo.com	17	>10000	>10000	179427	125480
	天猫	—	www.tmall.com	19	0.451	215	311626	9953
	搜狐	—	www.sohu.com	25	1.06	1510	261610	44482

来源：根据公开信息和 alexa.chinaz.com 检索结果整理，搜索引擎收录数、反链接、Alex 排名数据取自 2014 年 11 月 26 日检索结果

- **线下拓展扎实：**目前，公司已经覆盖 61 个城市，并在上海、苏州、杭州等城市建有线下体验店，针对不同区域城市，公司有针对性的服务，涉及到资讯，团购，网上商城，家装等，公司线下业务拓展扎实，03 年起已经为过万户家庭选择爱家进行装修，为装修者省去资金近 10 亿元，2012 年一年，5241 户家庭选择爱家进行装修，165689 人次选择爱家进行采购，12062938 人次选择爱家进行咨询、学习、讨论及分享，为装修者共省去 181501170.51 元，部分优秀公司通过我爱我家平台预约装修订单超过 2000 个，在为消费者提供优质便宜货品同时，我爱我家也帮家装公司做了很好的品牌推广和宣传，正是由于线下拓展扎实，使得我爱我家在近两年实现较高的利润。

图表18：装修公司通过平台预约订单数量较多

<p>上海懿叁懿肆建筑装饰设计有限公司 案例：110 签约：1300 口碑：340 点评：82</p> <p>上海懿叁懿肆作为全国最大的建筑设计公司之一，设计和建筑方面的专长的独特历史...</p> <p>最新案例：紫都上海晶园装修 最新工地：万科第五园欧式风格</p>	<p>上海三田装潢设计有限公司 案例：130 签约：2100 口碑：1945 点评：76</p> <p>三田装潢作为沪上装潢界著名企业，主要从事别墅、公寓、中高档家庭装潢及办公室装饰...</p> <p>最新案例：复古地中海风格装修 最新工地：现代摩登清新四居室</p>
<p>彰典国际建筑装饰有限公司 案例：120 签约：1500 口碑：8590 点评：88</p> <p>彰典国际装饰，国家设计与施工二级资质单位，主要从事住宅、商业空间等的设计与施工...</p> <p>最新案例：毕加索小镇美式风格 最新工地：港式设计装修案例</p>	<p>苏州卡米洛装饰设计工程有限公司 案例：166 签约：509 口碑：302 点评：38</p> <p>苏州卡米洛装饰设计工程有限公司是集设计跟施工于一体的公司，拥有专业的设计施工团队，致尚装饰</p> <p>最新案例：典雅设计品味人生 最新工地：欧式田园风格</p>

来源：我爱我家网 国金证券研究所

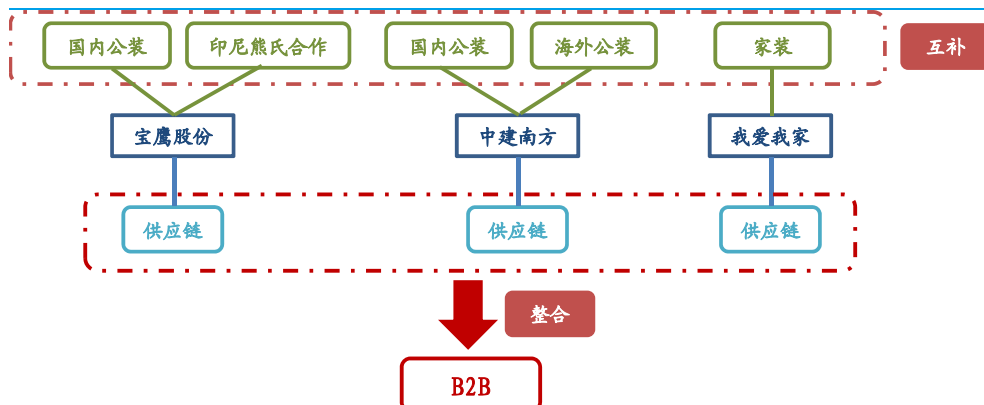
- 凭借出众线上引流实力以及线下扎实拓展能力，我爱我家未来将设立更多的分站，进一步发挥自身在线上以及线下的优势，将服务覆盖到更广的范围，宝鹰股份参股，将在资金上，供应链等方面给与我爱我家有力的支持，助其更快的发展，同样的，我爱我家的顺利发展，也为宝鹰股份在家装领域未来的拓展打下了良好的基础。

B2B 建材销售平台带动公司内生外延发展

- 目前建材行业发展仍存在诸多现实问题，材料质量方面，良莠不齐，鱼龙混杂；价格方面，多级代理，不透明；监管方面，管理混乱，存在真空。这些问题的存在一方面影响品牌建材商的销售，价格低廉的假冒伪劣产品趁机以次充好，侵占市场，造成后续装饰工程的质量隐患；另一方面由于材料价格不透明，使得装饰企业支付了大量中间成本，影响盈利能力的同时，也迫使后端装饰产品价格提高，降低自身在行业中的竞争力。B2B 网络建材销售平台建立，使行业资讯，价格信息传递更为便捷通畅，交易双方通过平台可以获知更多材料产品信息，市场价格有望逐步变得透明，加上网路平台可以有效地缩减中间环节，节约成本，所以从长期来看，成熟的 B2B 网络建材销售平台对于行业整体销售价格降低有所裨益。在品牌推广方面，优秀品牌建材商可以通过网络平台进一步提升自身品牌影响力，而平台本身的宣传机制以及评价机制，也会促使更多的资源向优秀品牌建材商倾斜，品牌实力的提升也必然会带来销量的上升，不断的正向激励将扶持优秀的建材商做大做强。对于中小装饰企业来讲，B2B 网络销售平台不仅给予他们一个选择质优价廉建材产品的地方，未来随着平台逐步完善，还将为中小装饰企业提供更为丰富的服务，这都将为中小装饰企业长期成长带来帮助。行业未来发展趋势是透明，规范，优秀公司将在发展中获得溢价，劣质公司将逐步被淘汰，B2B 网络建材销售平台建立符合行业发展的长期趋势，通过自身的筛选机制，加速整个行业的洗牌。
- 宝鹰股份与鸿洋电商，中建南方合力打造上海和兴供应链管理有限公司，该公司将打造成为集资讯发布、品牌推广、产品交易、物流配送、金融服务为一体的综合性服务平台，覆盖公装主材，辅材等全品类建材销售，作为 B2B 建材销售平台，所面对市场容量大于个人市场，目前市场普遍仍以线下采购为主，公司率先将供应链移至平台，吸引更多装饰企业和供应商加入，在降低价格，提高服务的同时，逐步做大平台，成为公司新的业绩增长点。
- **加速公司内部整合：**宝鹰股份，中建南方，我爱我家三家公司在目标客户、业务结构以及区域分布上形成了很好的互补，覆盖了国内，国

外，家装，公装业务，在后端材料供应体系上，三家公司可以通过新成立的平台进行整合，形成协同。

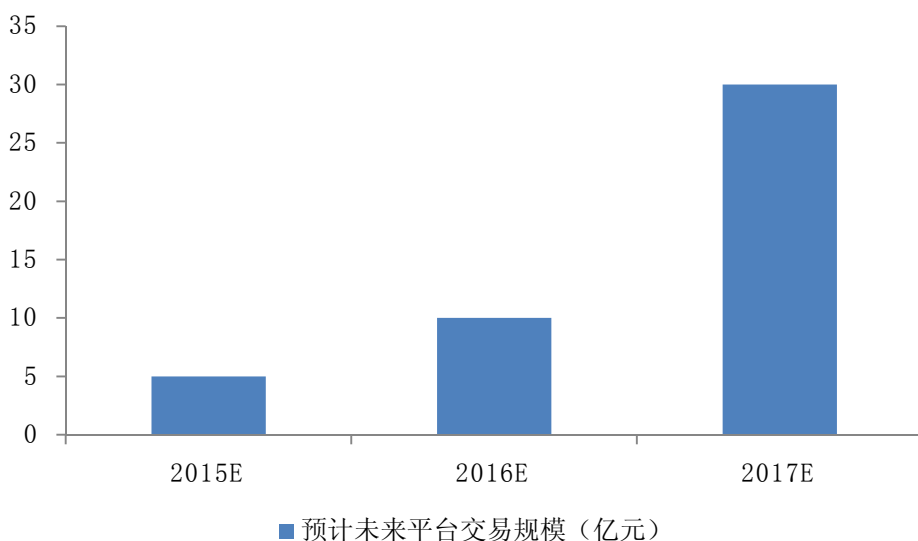
图表19: 供应链体系打通，促进三家公司内部整合



来源：国金证券研究所

- **成本节省，做大平台：**目前三家公司都处在快速发展期，每年采购量很大，考虑到业主指定的主材外，仍有数亿主材，辅材需要采购，此次 B2B 建材销售平台成立，实现资源共享，彼此可以选择更质优价廉的供应商，降低整体采购成本；未来将有更多的材料供应商和装饰企业加入平台，业务量有望逐步做大，成为公司新的业绩增长点。

图表20: 预计未来平台交易量将快速上升



来源：国金证券研究所

- **B2B 平台可衍生出更多创新业务：**B2B 平台直接的满足装饰企业购买质优价廉产品的需求，让装饰企业与材料供应商更近距离的议价，随着平台交易量逐步做大，交易双方更多的需求将被挖掘，也将成为平台盈利点，目前来看，平台都会引入金融服务，对于交易双方来讲，装饰企业希望在工程结束后交付货款，材料供应商希望现款现货，这其中的时间差就给与平台提供金融服务契机，对于平台来讲，交易双方都是通过审核的合格参与方，对他们的情况比较了解，这将有效的控制贷款等业务风险；随着平台做大和数据的累积，平台也将实现大数据分析，一方面可以针对客户对于某类产品需求进行相应产品推荐搭配销售，另一方面，网站可以针对各类产品价格变化情况，发布更为准确及时的资讯，对未来做出预判，给予客户更好的服务；此外，B2B 建材销售平台逐步做大，将进一步增强公司供应链整合能力，这

个能力不仅可以降低自身成本，做大 B2B 平台，同样可以移植到 B2C 领域，与原有的我爱我家平台形成良好的协同效应。

投资建议

- **传统业务稳健：**基建，地产投资增速逐步放缓，市场担心龙头装饰公司传统业务将出现下滑，我们一定程度上同意市场观点，龙头装饰公司业务都将走向平稳，同时我们也认为宝鹰股份传统业务增速有望快于其他龙头公司，一方面因为公司上市时间较短，刚刚享受资本市场资源；另一方面公司拥有配套融资资金，在手订单充足，仍能保持较快增长。
- **海外业务有望超预期：**公司海外平台已经搭建，中建南方布局海外多年，熊氏集团在印尼当地具备较强实力，海外业务总包偏多，单体项目体量较大，中国企业在海外具备较强竞争实力，宝鹰抢占出海先机，预计后续订单，业绩将逐步释放。
- **触网，新模式快速拓展：**我爱我家线上引流实力较强，线下业务拓展扎实，后续随着分站逐步落地，拓展将进一步加速，对于 B2B 建材销售平台，仅考虑公司自身发展，每年可节约大量成本，引入更多合格材料供应商和装饰企业，平台有望逐步做大，成为公司新的业绩成长点。
- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22、0.31、0.41 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 国内业务下滑超预期
- 海外业务拓展速度低于预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,345	1,421	3,727	5,019	7,565	9,098
增长率		5.7%	162.2%	34.7%	50.7%	20.3%
主营业务成本	-1,189	-1,212	-3,098	-4,187	-6,222	-7,447
% 销售收入	88.4%	85.3%	83.1%	83.4%	82.3%	81.8%
毛利	155	209	629	832	1,342	1,652
% 销售收入	11.6%	14.7%	16.9%	16.6%	17.7%	18.2%
营业税金及附加	-7	-8	-124	-167	-252	-303
% 销售收入	0.5%	0.6%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-115	-99	-22	-30	-98	-118
% 销售收入	8.6%	7.0%	0.6%	0.6%	1.3%	1.3%
管理费用	-146	-127	-83	-115	-287	-346
% 销售收入	10.9%	9.0%	2.2%	2.3%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	-113	-26	400	519	704	885
% 销售收入	n.a	n.a	10.7%	10.4%	9.3%	9.7%
财务费用	2	2	-46	-60	-59	-70
% 销售收入	-0.2%	-0.1%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-32	-59	-61	-74	-75	-75
公允价值变动收益	1	1	0	0	0	0
投资收益	-1	2	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	-3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-144	-79	294	386	571	740
营业利润率	n.a	n.a	7.9%	7.7%	7.5%	8.1%
营业外收支	0	2	1	1	1	1
税前利润	-143	-77	295	387	572	741
利润率	n.a	n.a	7.9%	7.7%	7.6%	8.1%
所得税	13	-1	-75	-101	-149	-193
所得税率	n.a	n.a	25.4%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	-131	-78	220	286	423	548
少数股东损益	-23	-39	0	6	30	35
归属于母公司的净：	-107	-39	220	280	393	513
净利率	n.a	n.a	5.9%	5.6%	5.2%	5.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-131	-78	220	286	423	548
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	78	104	73	90	94	98
非经营收益	0	-1	19	79	42	42
营运资金变动	14	-53	-761	-705	-847	-511
经营活动现金净流	-39	-28	-449	-250	-288	177
资本开支	-31	-11	-4	-103	-108	-109
投资	-5	0	0	-1	0	0
其他	102	8	150	0	0	0
投资活动现金净流	66	-4	146	-104	-108	-109
股权募资	0	56	2	766	0	0
债权募资	25	-104	320	50	-100	101
其他	-9	-4	-5	-45	-81	-81
筹资活动现金净流	16	-52	317	771	-181	20
现金净流量	43	-84	14	418	-577	88

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	241	193	586	1,004	426	514
应收款项	250	322	1,802	2,698	4,029	4,801
存货	226	201	139	229	341	408
其他流动资产	62	20	77	107	158	188
流动资产	779	736	2,603	4,037	4,954	5,912
% 总资产	66.8%	69.0%	93.3%	94.4%	93.7%	93.4%
长期投资	17	17	31	32	31	31
固定资产	311	262	52	148	239	326
% 总资产	26.6%	24.6%	1.9%	3.5%	4.5%	5.2%
无形资产	43	37	68	59	59	58
非流动资产	386	331	188	240	330	418
% 总资产	33.2%	31.0%	6.7%	5.6%	6.3%	6.6%
资产总计	1,166	1,066	2,791	4,278	5,284	6,329
短期借款	135	34	660	710	610	710
应付款项	222	235	928	1,246	1,855	2,222
其他流动负债	35	40	156	260	372	439
流动负债	392	309	1,743	2,216	2,837	3,371
长期贷款	2	0	0	0	0	1
其他长期负债	17	25	0	0	0	0
负债	411	334	1,743	2,216	2,837	3,372
普通股股东权益	695	656	1,042	2,051	2,406	2,881
少数股东权益	60	76	5	11	41	76
负债股东权益合计	1,166	1,066	2,791	4,278	5,284	6,329

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	-0.237	-0.085	0.207	0.222	0.311	0.406
每股净资产	1.531	1.446	4.219	6.996	8.207	9.828
每股经营现金净流	-0.086	-0.062	-1.816	-0.853	-0.981	0.605
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	-15.46%	-5.87%	21.10%	13.66%	16.34%	17.82%
总资产收益率	-9.21%	-3.61%	7.88%	6.55%	7.44%	8.11%
投入资本收益率	-11.55%	-3.37%	17.50%	13.87%	17.05%	17.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.35%	5.69%	162.19%	34.67%	50.72%	20.28%
EBIT增长率	N/A	-77.33%	#####	29.73%	35.61%	25.58%
净利润增长率	N/A	-64.12%	N/A	27.37%	40.37%	30.54%
总资产增长率	-11.64%	-8.54%	161.77%	53.28%	23.53%	19.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.7	62.7	88.5	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	77.9	64.3	20.0	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	62.0	57.0	29.1	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	82.6	67.3	5.1	7.0	6.7	7.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.80%	-21.96%	7.07%	-14.24%	7.50%	6.65%
EBIT利息保障倍数	53.1	13.0	8.7	8.7	12.0	12.7
资产负债率	35.28%	31.30%	62.46%	51.80%	53.69%	53.28%

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	0	1	1
增持	0	1	4	6	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.92	1.89

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

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-10-08	增持	6.02	N/A
2	2014-10-27	增持	5.80	N/A

来源：国金证券研究所

历史推荐与股价

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)-61620767

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