

## 设计引领激励引航，高端装饰新星驶入成长快车道

### 核心观点：

- 弘高设计已实现借壳上市，设计见长定位高端的装饰设计新星。弘高设计主要从事建筑装饰设计与施工，定位高端市场，领域涵盖政府/金融机构、星级酒店、高端写字楼/商业、豪华住宅等，具有装饰工程壹级、设计甲级、机电壹级、幕墙壹级等资质，承接北京钓鱼台七号院、河北白楼宾馆等高端项目，位列全国装饰百强第 7 位、全国设计最具竞争力百强第 2 名。公司承诺 2015-2016 年净利润分别不低于 2.98/3.92 亿元，YOY+34.8%/+31.5%，净利润规模在上市公司中排名第 6 位。装饰为营收主要来源，占比 95% 以上。弘高慧目、弘高中太合计持有公司 60.18% 股权，何宁夫妇为实际控制人。
- 建筑装饰行业 2015 年产值预计达 3.8 万亿，龙头企业有望迅速扩张。2003-2013 年建筑装饰产值 CAGR 达 14.1%。国家政策推动、城市化进程提速、消费升级等所带来的高端酒店、高端办公楼、商业地产、住宅等促进建筑装饰需求持续提升。行业龙头在高端市场凭借管理和品牌优势进行区域及渠道扩张，借助并购加快成长。
- 设计创新引领、成长性高于同业。设计带动施工，设计施工一体化打造绿色建筑。设计产业化运营引领行业变革，以互联网思维筹建创意设计产业联盟及产业园。公司下设 10 余家设计院，拥有 300 余名设计师。“以设计带动施工”打造高端品牌形象并驱动高速增长，2011-2014 营收、净利 CAGR 达 22.60%、43.37%，增速高于可比上市公司。设计产业化运营聚焦产业链高附加值环节，整合上下游产业链，把设计环节进行纵深化细分、流水线切割、标准化规范和科学化管理，建立工厂化设计体系。公司牵头组织全国 46 家知名企业/学院/媒体成立北京建筑装饰设计创新产业联盟，筹建创意设计产业园，利用互联网思维为投资商提供全产业链服务，提供中国大建设行业服务一站式解决方案。
- 推出 2 亿规模员工持股计划，上市后资金、品牌及资本平台效应显著增强，公司业绩将步入快速增长通道。公司员工持股计划“信达弘高 1 号”份额 2 亿份，按照 3:1 的比例设立优先级份额和次级份额，公司控股股东为优先份额的权益实现提供担保，员工认购次级份额，放大了次级份额的收益或损失；假设按照 8% 的资金成本计算，本次股权激励的资金成本将达 24%。
- 风险因素：宏观经济风险、房地产调控风险、应收账款风险等。
- 盈利预测与估值：我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.53/0.74/1.01 元，未来 3 年归母净利润 CAGR 达 40.5%，考虑到公司的业务属性介于专业设计公司及装饰公司之间，后续成长潜力较大，我们认为可给予公司 15 年 35-40 倍 PE，对应目标价 26.0-30.0 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1450	2175	3055	4124	5568
增长率 (%)	-12.5	50.0	40.47	35.00	35.00
归母净利润(百万)	99	149.48	220.77	305.58	414.83
增长率 (%)	32.2	51.1	47.70	38.41	35.75
EPS	0.24	0.36	0.53	0.74	1.01
PE	96	63	43	31	23

资料来源：中国银河证券研究部；注：股价为 2015 年 4 月 16 日收盘价。

## 东光微电 (002504.SZ)

推荐 首次评级

目标价：26.0-30.0 元

### 分析师

鲍荣富

☎: 86-21-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎: 021-68596786

✉: zhou song\_yj@chinastock.com.cn

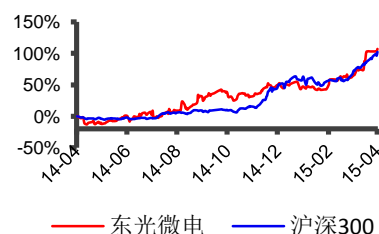
执业证书编号：S0130114120010

孟亚希对本报告亦有贡献

### 市场数据 时间 2015.04.16

A 股收盘价(元)	22.99
A 股一年内最高价(元)	24.81
A 股一年内最低价(元)	9.57
上证指数	4194.82
市净率	13.88
总股本(万股)	41273.41
实际流通 A 股(万股)	9935.99
限售的流通 A 股(万股)	31337.42
流通 A 股市值(亿元)	94.89

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

## 目录

一、公司概况：弘高设计借壳上市，切入建筑装饰行业.....	2
（一）借壳上市概况.....	2
（二）弘高设计概况.....	2
二、行业分析：建筑装饰行业空间广阔，龙头企业有望迅速扩张.....	4
（一）行业产值不断增长，细分行业未来看好.....	4
（二）行业集中度不断提升，龙头企业扩张可期.....	5
（三）城市化进程、消费升级促进行业未来发展.....	6
三、公司分析：设计创新引领，快速成长的装饰设计新星.....	8
（一）业务分析：定位高端市场，打造精品工程.....	8
（二）收入及利润同比上市公司中增长最快.....	11
（三）财务分析：议价能力强，盈利能力逐年提升.....	12
（四）未来业绩驱动因素.....	13
四、风险因素.....	18
五、投资建议.....	18

## 一、公司概况：弘高设计借壳上市，装饰设计新星

### （一）借壳上市概况

2014年6月，东光微电与弘高慧目、弘高中太等签订《重组协议》，重组包括资产置换及发行股份购买资产两个部分，重组后弘高设计借壳上市。上市公司拟以截至评估基准日除6,000.00万元现金外的全部资产和负债与弘高慧目、弘高中太、龙天陆、李晓蕊合计拥有的弘高设计100%的股权进行等额置换，置入资产的交易价格为282,000.00万元；置出资产的交易价格为63,640.00万元；置换差额为218,360.00万元由上市公司向全体交易对方发行股份。

目前弘高设计已完成借壳上市，上市公司主业由电子元器件变更为建筑装饰工程设计与施工，公司盈利能力明显改善，持续经营能力显著增强。

表 1：交易前后公司股权变化

股东名称	交易前		交易后	
	持股数量（万股）	持股比例	持股数量（万股）	持股比例
沈建平	3608.81	25.94%	3608.81	8.74%
弘高慧目	—	—	12629.58	30.60%
弘高中太	—	—	12208.19	29.58%
龙天陆	—	—	2104.25	5.10%
中国-比利时直接股权投资基金	1438.41	10.34%	1263.87	3.06%
其他流通股股东	8864.49	63.72%	412.00	22.92%
合计	13911.00	100.00%	41273.41	100.00%

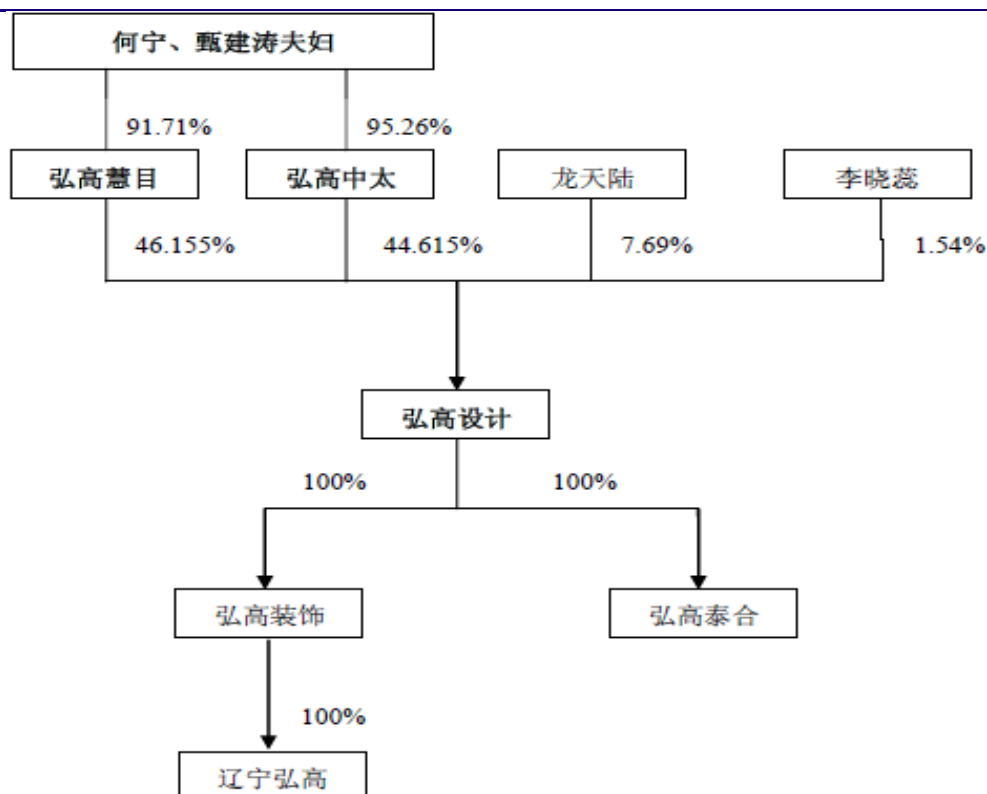
资料来源：，公司公告，中国银河证券研究部

### （二）弘高设计概况

弘高设计成立于1993年，公司定位于高端市场，以高级建筑装饰设计、施工为主，拥有集工程设计、景观设计、家私设计、艺术品陈设设计为一体的完整设计体系，致力于提供大建设行业服务整体输出和一站式解决方案。公司具有国家建设部核发的建筑装饰工程专业承包壹级、建筑装饰设计甲级、建筑幕墙工程专业承包壹级、机电设备安装工程专业承包壹级、建筑工程施工总承包贰级、古建园林贰级、建筑钢结构叁级等各项资质，并取得ISO9001质量管理体系认证、ISO14001环境管理体系认证、OHSMS职业安全卫生管理体系认证。公司是国家与地方标准编修单位之一，同时也是全国第一家具备政府主管部门认可的、以创优为中心内容的装饰企业。

交易完成后，弘高慧目、弘高中太合计持有公司约60.18%股权成为公司控股股东，何宁夫妇将为公司的实际控制人。

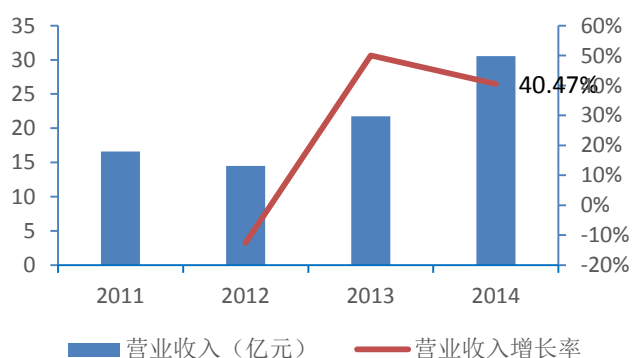
图 1：弘高设计股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

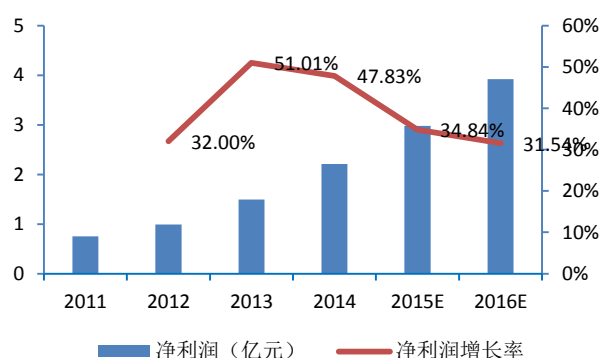
根据《重组协议》，弘高设计承诺 2014 年度、2015 年度、2016 年度实现净利润分别不低于 2.19 亿元、2.98 亿元、3.92 亿元，YOY+34.84%/+31.54%。2014 年弘高设计实现营业收入/净利润 30.55/2.21 亿元，较上年同期增长 40.47%/47.85%。

图 2：公司近年来营业收入及增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 3：公司近年来净利润及增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

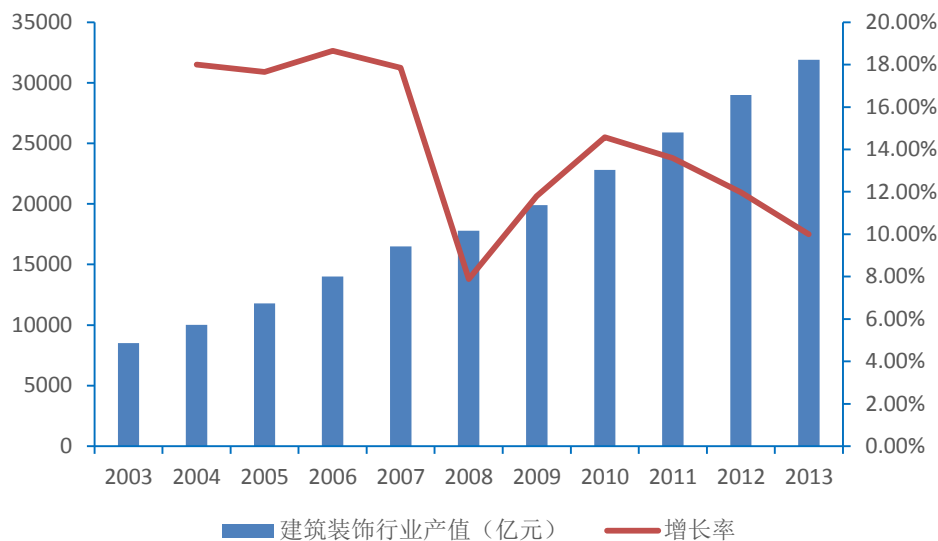
交易完成后，公司整体发展战略是继续发挥弘高设计在高端市场、品牌效应、项目整体方案设计、施工管理等方面的竞争优势，把握建筑装饰行业高速发展的机遇，将城市综合体、高端酒店、高端公寓建筑装饰设计施工主业做大做强，逐步构建以设计领衔，融合先进科技手段，采用低碳的施工工艺来实现方案最佳效果的完整装饰服务解决方案供应商。

## 二、行业分析：建筑装饰行业空间广阔，龙头企业有望迅速扩张

### （一）行业产值不断增长，细分行业未来看好

我国建筑装饰行业总产值由2003年的0.85万亿元提升至2013年的3.19万亿元，年复合增长率达到14.14%，2015年产值预计达3.8万亿。《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》提出建筑装饰行业2015年工程总产值，比2010年增长1.7万亿元，预计达到3.8万亿元，年平均增长率为12.3%左右，预计装饰行业产值在未来两年内仍将保持12-15%的增长区间。

图 4：我国建筑装饰行业总产值及增长情况

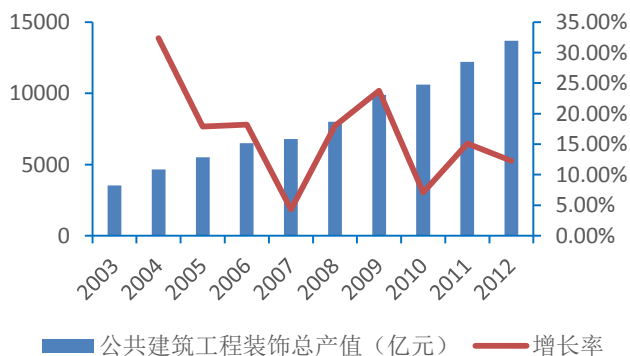


资料来源：公司公共，中国银河证券研究部

从细分行业来看，建筑装饰主要包括公共建筑装饰、住宅装饰和幕墙装饰三大组成部分，其中公装和家装的产值占据了较大的比例，市场容量较大；幕墙装饰行业产值占比相对较小。

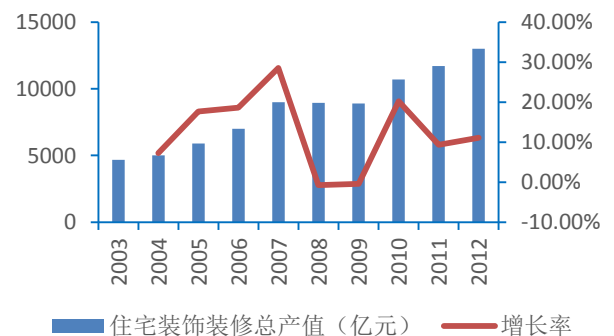
《“十二五”纲要》中提出建筑装饰行业2015年公装产值达2.6万亿，建筑幕墙达到4,000亿元，住宅装饰装修（单个家庭独立装修工程）达到1.2万亿元。

图 5：我国公共建筑装饰业总产值及增速



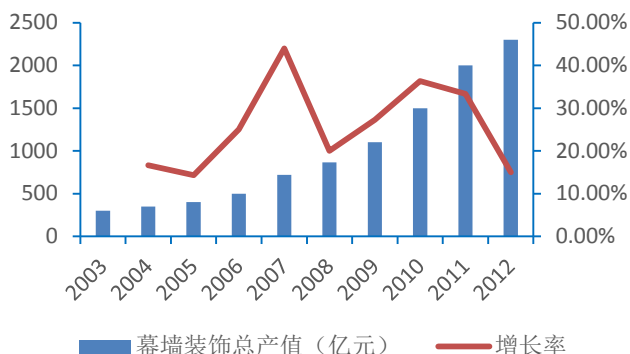
资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

图 6：我国住宅装饰装修总产值及增速



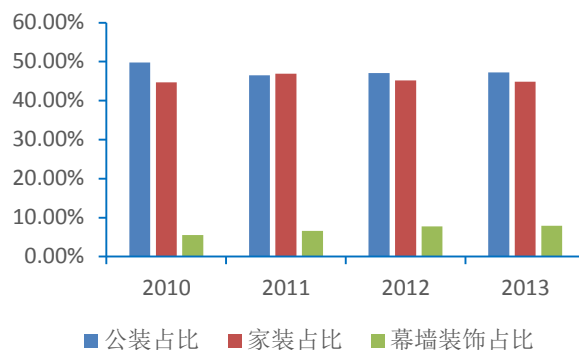
资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

图 7：我国幕墙总产值及增速



资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

图 8：我国建筑装饰细分行业占比情况

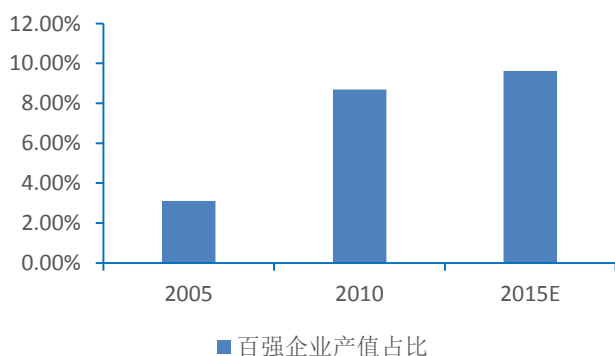


资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

## （二）行业集中度不断提升，龙头企业扩张可期

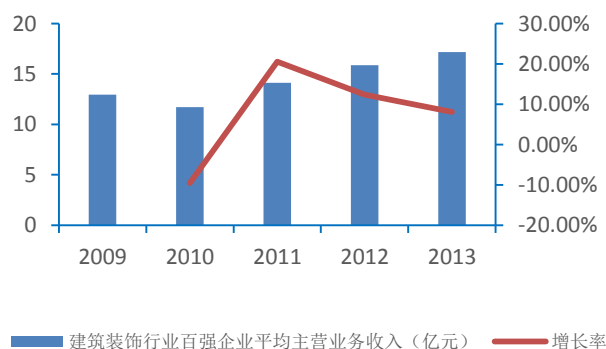
行业龙头公司将在高端市场凭借管理和品牌优势扩张渠道和区域，并借助收购和并购加快成长，并有可能出现全国性和区域性装饰巨头，成为某些区域寡头。据《中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要》预测：至2015年，建筑装饰行业的企业总数力争控制在12万家左右，比2010年减少3万家，下降幅度约为20%左右。根据中国建筑装饰协会发布的《2012百强发展报告》显示，建筑装饰行业百强产值占行业总产值的比重由2005年的3.11%增长至2012年的8.69%，并预计该比重在2015年将达到9.62%。同时，2013年度中国建筑装饰百强企业的平均年度主营业务收入为17.16亿元，较2012年度同比增长8.06%，百强企业平均营收保持增长态势。

图 9：我国建筑装饰行业百强占比情况



资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

图 10：我国建筑装饰行业百强平均营业收入



资料来源：中国建筑装饰协会，中国银河证券研究部

表 2：装饰市场未来演变路径

细分市场	公司收入规模	项目单体规模	市场定位	集中度趋势
低端市场	<1000 万	<100 万	以家庭、小型商铺和办公楼等为主，业务主要集中在单个城市	基本不变
中端市场	0.1-3 亿	100-1200 万	以厂房、办公楼、经	缓慢提升



高端市场

>3 亿

>1200 万

济酒店和超市等为主，业务覆盖多个城市，集中在省级范围。  
以高端酒店、办公楼、博物馆等为主，多进行楼盘的整体装修，业务覆盖全国范围

加速提升

资料来源: 中国银河证券研究部

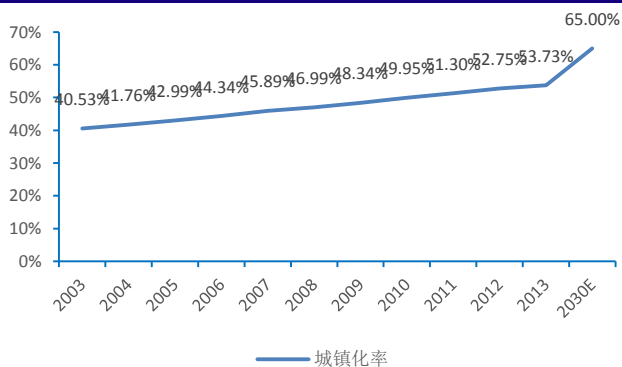
### (三) 城市化进程、消费升级促进行业未来发展

得益于国家政策的推动、城市化进程的提速、城镇固定资产投资增速维持较高的水平，以及消费升级所带来的高端酒店、高端办公楼、商业地产、住宅等建筑装饰需求的持续提升，目前我国建筑装饰行业正处于高速发展的时期。

#### 1、城市化进程提速，固定资产投资持续增长助力建筑装饰行业保持快速增长

中国发展研究基金会在发布的《中国发展报告 2010：促进人的发展的中国新型城市化战略》中预测：至 2030 年，我国城市化率将达到 65%。《2012 百强发展报告》预测：2013 年、2014 年、2015 年中国新增公共建筑面积分别为 18,451 万平方米、18,846 万平方米、19,161 万平方米，未来城市化比例的提高、和固定资产投资持续增长将成为建筑装饰行业增长主要的拉动力。

图 11：我国城镇化进程



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 12：我国固定资产投资增长情况



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

表 3：我国未来新增住宅面积情况

年份	2013	2014	2015E
城镇化率	53%	54%	55%
新增城市化人口住宅面积 (万平方米)	44,975	45,863	46,751
城镇人均住宅面积 (平方米)	33.38	34.04	34.7
人均住宅面积提高导致新增住宅面积 (万平方米)	47,279	48,166	49,054

新增住宅面积（万平方米）	92,254	94,029	95,804
公共建筑面积/住宅面积	20%	20%	20%
新增公共建筑面积（万平方米）	18,451	18,846	19,161

资料来源：《2012 百强发展报告》，中国银河证券研究部

## 2、消费升级，高端公共装修+住宅精装修助力建筑装饰需求持续提升

### （1）高端公共装修：每年市场需求超 1000 亿元

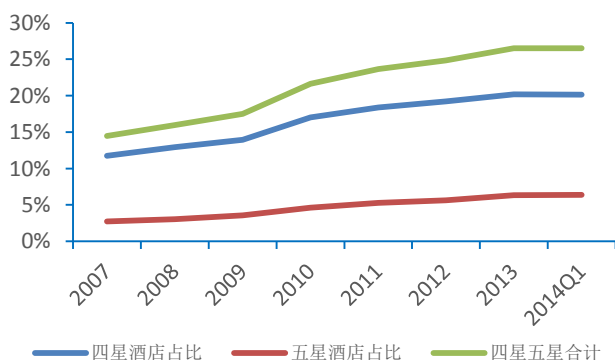
五星级酒店，文化场馆、机场航站楼等领域存在装饰标准高，施工工艺专业、资质门槛限定等特征，中小型装饰公司短期内无法切入上述领域，因此属于上市装饰公司等一流梯队直接面对的目标市场。随着中国消费升级，我们判断高端装饰领域每年至少将为上市公司提供1000亿元左右的市场规模。

表 4：各细分领域市场需求预测

公共装饰领域	每年需求
交通基建	铁路、机场是主力，每年新增需求 500 亿元
高档酒店	每年 200 亿元市场容量
文化场馆	国家重点扶持，高端市场每年可提供 230 亿装饰需求
医院	正在成为新兴的高端装饰细分领域，市场容量为 150-400 亿元
合计	1000-1500 亿元

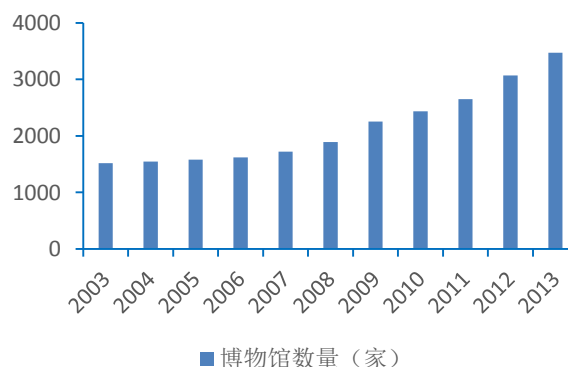
资料来源：中国银河证券研究部

图 13：我国星级酒店占比情况



资料来源：国家旅游局，中国银河证券研究部

图 14：博物馆建设数量发展状况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

### （2）住宅精装修：未来十年市场容量有望达 2 万亿

未来10年我国住宅新增需求约160亿平米，我们选用800-1200元/平方米的装饰价格区间、精装修整体占比按目前的10%作为预测值，粗略估计我国住宅精装修的市场规模十年内将达16000亿，十年内精装修整体占比若上升至**12.5%**，市场规模则有望达到**2万亿**。目前精装修住宅在我国的住宅总量中占比较低，全国住宅平均精装修比例不足10%。一线发达城市如北京、



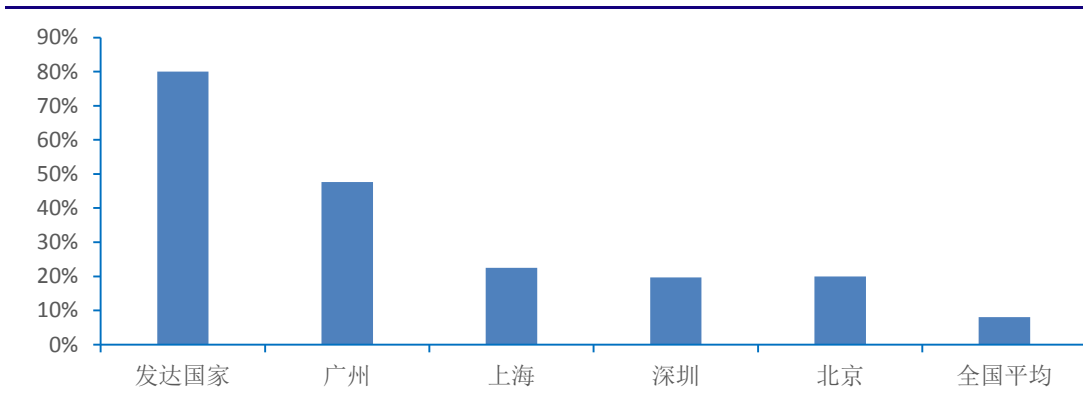
上海、深圳的精装住宅占比也只有30%左右，而发达国家精装住宅占比均达到了80%以上。近年来出台了一系列推进住宅精装修发展的鼓励性政策要求，住宅精装修在全国的逐步推广成为建筑装饰企业一个重要的契机。

表 5：鼓励住宅精装修相关文件

年份	文件名	主要内容
2008	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	各地要制定出台相关扶持政策，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标。
2010	《建筑业“十二五”发展规划》	鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013	《商品住宅装修一次到位实施细则》和《商品住宅装修一次到位材料、部品技术要点》	明确规定：确定开发单位为住宅装修质量的第一负责人，承担住宅装修工程质量责任，负责相应的售后服务。住宅开发单位必须向购房者提交装修质量保证书，在装修中，住宅开发单位负责装修工程的全过程，不允许购房者个人聘请施工单位自行装修。

资料来源：中国银河证券研究部

图 15：目前中国主要城市住宅精装修比例



资料来源：中国银河证券研究部

## 三、公司分析：设计创新引领，快速成长的装饰设计新星

### （一）业务分析：定位高端市场，打造精品工程

弘高设计承接了大型高档装饰工程，业务范围涵盖政国家政府部门、金融机构、星级酒店、高端写字楼、高端商业、豪华住宅、大型公共建筑等多个领域。承建的设计工程以其优雅独特的设计风格、精湛的施工工艺、优良的施工质量、合理的价格、规范的工程管理体系、完善的保修服务体系获得客户的肯定，也树立了弘高设计的高端品牌形象。

表 6：弘高设计高端市场情况

业务对象	业务范围	代表工程
国家政府部门	国家部委、机关等的办公楼、培训基地、会议中心等的装修工程	国家审计署办公楼、国家监察部办公楼、中央组织部办公楼
金融机构	众多国内金融机构总部的设计施工项目	中国银行总行办公大楼、中国农业银行总行

星级酒店	国内外高端酒店	信远大厦、民生金融中心（光彩国际大厦） 北京香格里拉饭店、新世纪饭店
高端写字楼	大量外企驻华总部、企业总部和 5A 级写字楼工程、 大型电商在北京的总部工程	中国再保险集团大厦、英蓝国际金融中心、 北京外企大厦
高端商业	于许多外资合作开发商的商业地产项目	与设计大师 ZAHA 合作的银河 SOHO 商业区
豪华住宅	高端公寓和住宅的精装修工程	钓鱼台七号院公寓室内装饰工程（1 号楼）
大型公共建筑	医院和养老社区	北大国际医院、武汉合众人寿养老社区工程

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

表 7: 弘高设计参与的项目

公司名称	主营业务及产品	主要产品/代表工程
弘高设计	高端星级酒店、5A 级金融大厦及写字楼、大型商业空间、大型综合类医院、养老社区、高端公寓住宅、及其他大型公共建筑的装饰装修设计, 配套机电、景观、配饰、展陈、家具设计。	北京丽都皇冠假日酒店、成都环球中心、天津英兰诺德国际金融中心、中华全国总工会海南劳模疗休养基地、青海省高级人民法院、国家核电科研创新基地、兰州银行、新华联唐山丽景湾酒店、公安部大楼等
弘高装饰	为国家政府机构、跨国公司、金融机构、高档酒店、5A 级金融大厦、5A 级写字楼、大型商业综合体、高端公寓住宅、大型综合类医院、养老社区、大型公共建筑（如影剧院、图书馆、博物馆）等提供综合建筑装饰解决方案及工程室内外装饰装修工程施工, 可同时完成室内精装修总承包、幕墙、机电、钢结构、内部结构改造等综合配套施工。	公安部办公楼、国家新闻出版总署、北京市第三中级人民法院、中国银行总行、兰州银行、青岛银行、中信证券办公楼、大连期货大厦、英蓝国际金融中心、天辰大厦、北京香格里拉饭店、北京丽兹卡尔顿酒店、北京丽都皇冠假日酒店、三亚海居铂尔曼度假酒店、北京凯德 Mall、北京欧美汇购物中心、成都雅诗阁酒店式公寓、钓鱼台七号院、天津嘉里公寓等

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

弘高装饰承建的装修工程中有一批如钓鱼台七号院公寓室内装饰工程（1 号楼）、河北省白楼宾馆、中信证券股份有限公司办公楼（北京）工程、中国天辰科技园天辰大厦精装修工程等有影响力的精品设计工程项目，铸就了弘高装饰在行业中的高端品牌形象。

表 8: 弘高装饰部分获奖作品

获奖时间	获奖名称	获奖工程	颁证单位
2013 年	中国建筑工程鲁班奖	河北省白楼宾馆贵宾楼工程	中国建筑业协会
2004 年		淄博广播电视中心大楼工程	中华人民共和国建设部、中国建筑业协会
2013 年	全国建筑工程装饰奖	中信证券股份有限公司办公楼（北京）工程	中国建筑装饰协会
2013 年		美巢集团科研楼室内精装修工程	
2013 年		河北省太行国宾馆贵宾楼装饰工程	
2013 年	建筑长城杯金质奖工程	联想科技园区 D 座一期科研办公楼工程	北京市优质工程评审委员会
2012 年	北京市建筑工程装饰优质工程	钓鱼台七号院公寓室内装饰工程（1 号楼）	北京市建筑装饰协会

2012 年		王府国际商厦公共区域装饰工程	
2013 年	天津市装饰海河杯工程	中国天辰科技园天辰大厦工程	天津市环境装饰和古建筑营造协会
2013 年	天坛杯金质奖	北京朝来高科技产业园 7#、8#楼工程室内精装修工程	北京室内装饰协会
2013 年	精品工程	北京朝来高科技产业园 6#楼室内精装工程	

资料来源:公司公告、中国银河证券研究部

公司长期注重品牌建设, 不断通过质量、诚信和服务来打造“弘高”品牌, 在广大客户中树立起**高端品牌形象及影响力**。公司被评为中国装饰设计50强企业、中国建筑装饰百强企业、全国最具影响力的优秀设计机构等。弘高设计名列2013年中国建筑装饰行业百强企业第7名、2011全国设计行业最具竞争力百强第2名。

表 9: 弘高设计和弘高装饰所获部分奖项

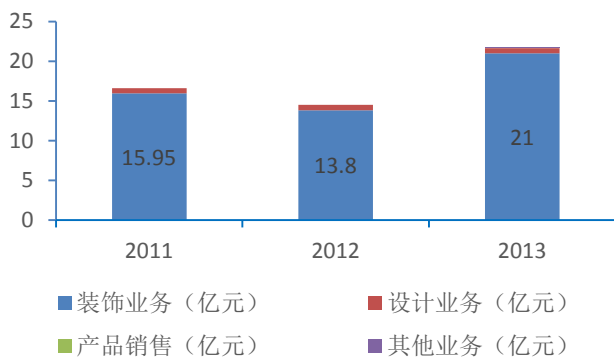
授予时间	获奖名称	获奖单位	颁奖部门
2013 年 10 月	2012 年度中国建筑装饰行业百强企业	弘高设计	中国建筑装饰协会
2012 年 1 月	2011 全国设计行业最具竞争力 100 强第二名	弘高设计	中国施工企业联合会
2011 年 10 月	第六届中国国际设计艺术博览会 2010-2011 年度十大最具影响力设计机构奖(综合类)	弘高设计	中国国际设计艺术博览会组委会
2013 年 11 月	北京市建筑装饰协会成立二十周年最佳设计企业	弘高设计	北京市建筑装饰协会
2013 年 11 月	北京市建筑装饰协会成立二十周年开拓创新奖	弘高设计	北京市建筑装饰协会
2012 年 9 月	2011 年度中国建筑装饰行业百强企业	弘高装饰	中国建筑装饰协会
2013 年 7 月	2012 年度北京建设行业诚信企业	弘高装饰	北京室内装饰协会
2014 年 3 月	2013 年度北京市室内装饰行业优秀企业	弘高装饰	北京室内装饰协会
2014 年 3 月	2013 年度北京市室内装饰行业五星级诚信企业	弘高装饰	北京室内装饰协会
2014 年 7 月	“AAA”级信用等级证书	弘高装饰	联合信用管理有限公司

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## (二) 收入及利润同比上市公司中增长最快

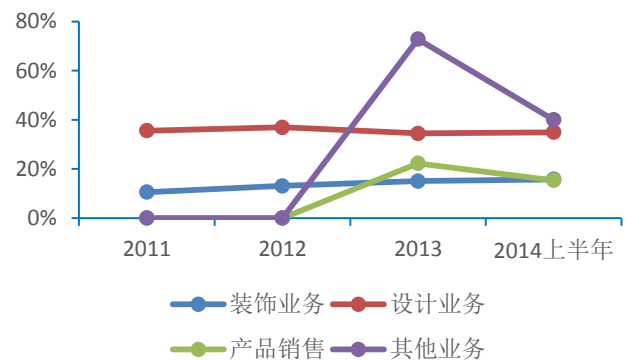
弘高设计主要从事建筑装饰工程的设计与施工业务，并通过全资子公司弘高装饰从事建筑装饰施工业务。弘高设计 2011-2014 年营收从 16.58 亿增长至 30.55 亿，CAGR 达 22.60%，同时期净利润从 0.75 亿增长至 2.21 亿，CAGR 达 43.37%。公司 14 年营收、净利润分别同比增长 40.46%，47.85%，业绩高增长态势延续。

图 16：公司各主营业务收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

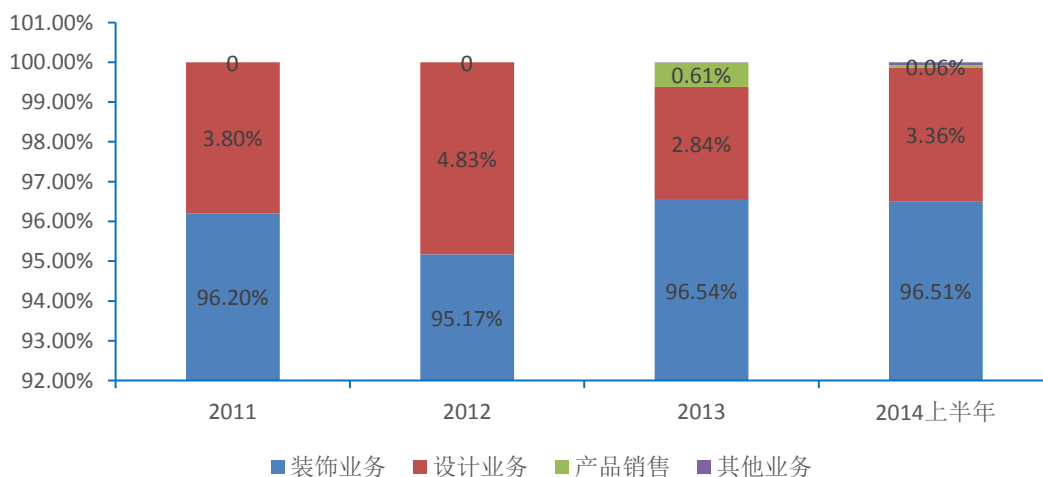
图 17：公司各主营业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

集中精力稳固“以设计带动施工”的竞争策略。公司主营业务包含装饰业务、设计业务、产品销售业务以及其他业务四大板块，其中装饰业务为营业收入的主要来源，占营业收入总额 95% 以上。2011-2013 年收入从 15.94 亿增长至 21.00 亿元，CAGR 达 14.73%；设计业务营业收入稳定在 2%-5% 之间。

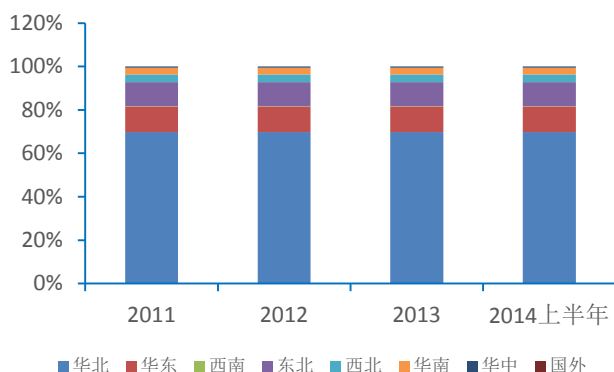
图 18：公司业务结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

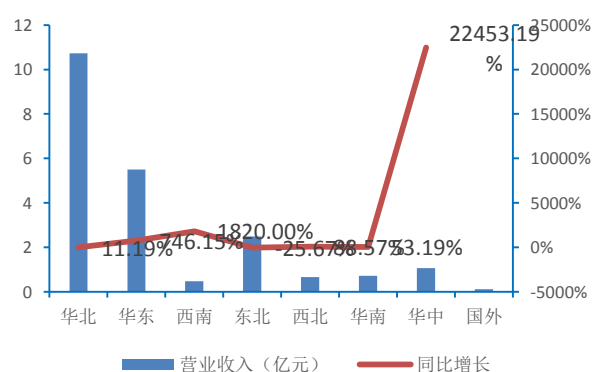
公司业务收入主要来源于华北、华东和东北三个地区，三地营收占比超过 80%。公司自 2011 年公司逐步加大了向全国各地的业务拓展力度，西南、华南和西北地区成为重要的收入来源。截至 2014 年，公司已在全国成立了 19 家分公司以开展业务，业务地域分布重点突出、趋于合理。

图 19：公司主营业务分区域构成



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 20：2013 年公司各区域主营收入情况图

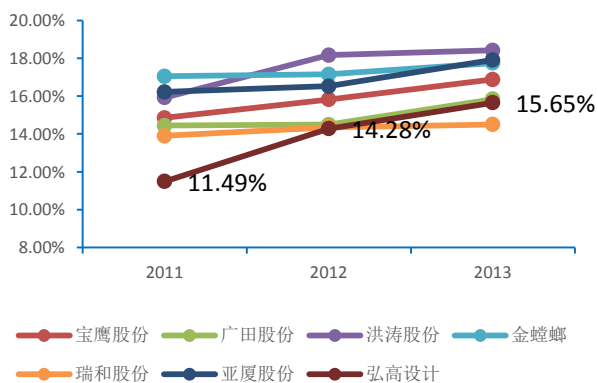


资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

### (三) 财务分析：议价能力强，盈利能力逐年提升

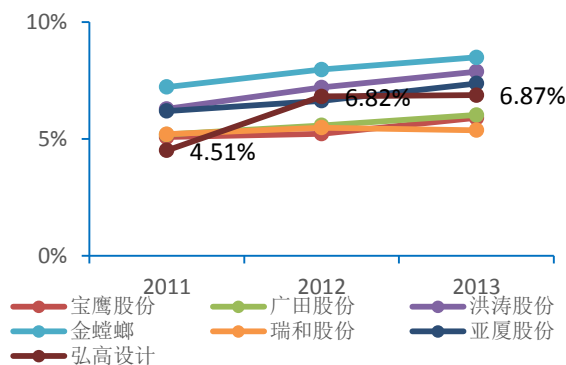
**毛利率净利率逐年提升。**2011-2013 年，公司综合毛利率均低于同行业平均水平，但近年来快速提升，显示出公司已进入快速发展时期，上市后盈利改善趋势将更加明显。公司净利率保持稳定增长，2011-2013 年分别为 4.51%、6.82%、6.87%，显示出公司良好的盈利能力。

图 21：可比公司毛利率



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

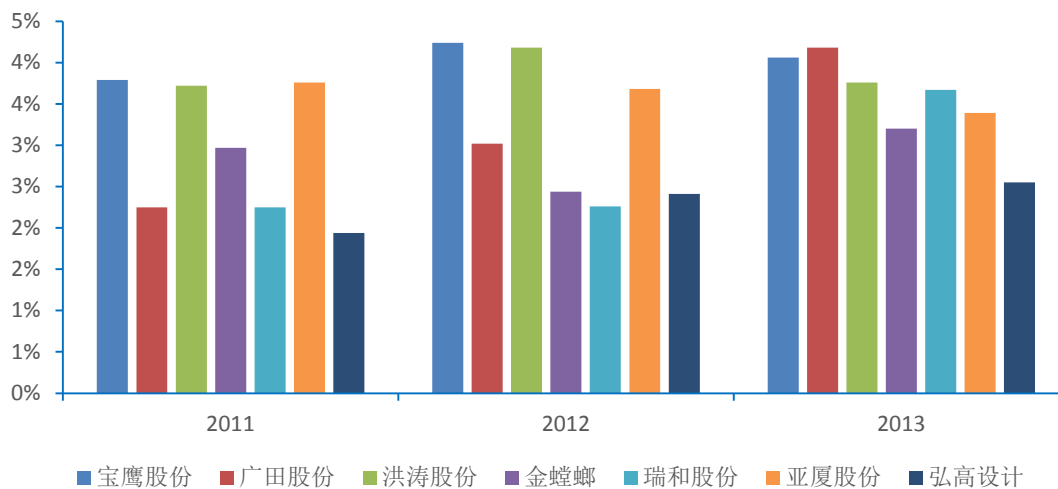
图 22：可比公司净利率



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

**期间费用较低，彰显公司良好控制能力。**公司 2011-2013 年期间费用率分别为 1.94%、2.41%、2.55%，低于上市公司行业平均水平（3.13%、3.30%、3.71%），说明公司日常经营中对费用有着良好的控制能力。

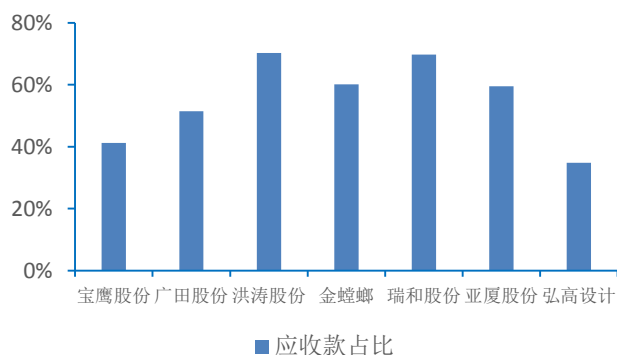
图 23：可比公司期间费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

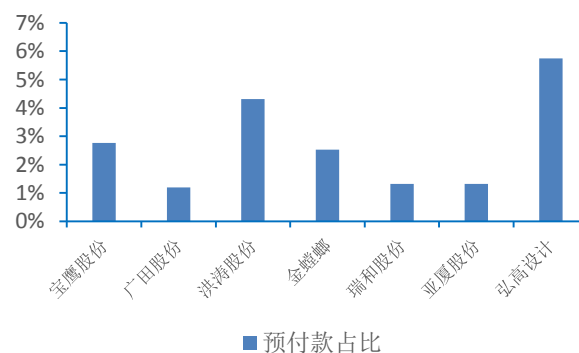
**预收款占比高，应收款占比低，议价能力强。**2013 年末公司应收账款占比约 34.80%，远低于可比上市公司。公司预收款项占比约为 5.75%，远高于可比上市公司。较低的应收款项和较高的预收款项综合反映出公司议价能力显著好于同类公司，未来盈利预期良好。

图 24：可比公司应收款占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 25：可比公司预收款占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （四）未来业绩驱动因素

### 1、筹建创意设计产业园，互联网思维模式打破行业边界

**依托设计产业联盟筹建创意设计产业园，产业园将用互联网思维模式打破行业边界，提供中国大建设行业服务整体输出和一站式解决方案。**通过园区内各机构的有效持续运营，深度满足投资商需求，为投资商提供全产业链服务，为服务机构提供客户资源，带动材料和空间艺术品行业发展。



表 10：产业园情况

	平台名称	平台特点
<b>产业园平台设计：</b> 三大平台，设计智能服务平台、材料研发交易平台、艺术产品展示交易平台； 五大功能，研发、培训、孵化、展示、交易	设计智能服务平台	园区龙头和发展核心：涵盖规划设计、建筑设计、室内设计、园林设计、家具设计、展陈设计、工业设计、平面设计、广告设计等高端创意设计领域。
	材料研发交易平台	材料商直接通过设计和客户对接的渠道。
	艺术产品展示交易平台	园区内 35% 的空间将作为空间艺术产品展示销售区，呈现独有艺术气质。园区自身将体现绿色建筑、节能减排，同时做为新型材料、设备的释放地。
<b>产业园参与机构组织</b>	中国装饰协会、北京市装饰协会、北京光华设计基金会、北京市建筑设计研究院、北京建筑大学、城市环境建筑（UED）杂志等。	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 26：产业园规划图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2014 年 7 月弘高设计牵头全国 46 家知名企业、学院、媒体机构成立了“北京建筑装饰设计创新产业联盟（Beijing Construction Decoration Design & Innovation Industry Alliance）”。联盟致力于扩大服务，整合资源，追求创新，不断探索和实现建筑装饰设计在文化创意产业中的重要作用，提升行业在国内外影响力，造就高端品牌和人才，促进产业链不断完善，为文化创意产业成为首都北京的重要城市名片和经济支柱作出更大贡献。联盟的成立有助于扩大公司在设计行业的品牌影响力，对于公司日后的发展、设计产业化进程有着明显的推动作用。

表 11：设计创新产业联盟成员

协会	北京市建筑装饰协会 北京项目管理协会						
	北京港源建筑装饰设计研究院有限公司	中艺建筑装饰有限公司	北京天图设计工程有限公司	中建一局集团装饰工程有限公司	北京菲尼有限公司	北京城建长城建筑装饰工程有限公司	北京金港建设股份有限公司
	北京翰盟建筑工程设计有限公司	北京伟发建筑装饰有限公司	建元装饰股份有限公司	北京弘洁建筑集团有限公司	北京博雅方略旅游景观规划设计有限责任公司	北京泰德兴业咨询有限公司	北京中意远景装饰设计有限公司
企业	北京意匠社环境艺术设计有限公司	北京和正装饰工程有限公司	北京瑞普世纪科技发展有限公司	北京新普瑞国际文化交流有限公司	北京宝贵石艺科技有限公司	北京优雅士照明设计有限公司	远东人居（北京）陈设艺术设计有限公司
	北京建峰装饰设计研究院有限公司	北京清尚国际展览有限公司	深圳毕路德建筑顾问有限公司	深圳市中装建设集团股份有限公司	北京一合环艺建筑设计有限公司	北京银坐标室内装饰设计有限公司	中装新网科技（北京）有限公司
	北京卓正和商业建筑设计有限公司	北京弘高建筑装饰工程设计有限公司	北京弘高建筑装饰设计工程有限公司	北京天鸿圆方建筑设计有限责任公司	天津市天友建筑设计股份有限公司	北京维拓时代建筑设计有限公司	北京中联环建文建筑设计有限公司
高校	北京林业大学材料科学与技术学院	北京城市学院	北京联合大学机电学院	北京建筑大学			
其他组织	北京渤海方圆装饰设计中心	城市环境设计杂志	北京市建筑设计研究院有限公司	北京光华设计发展基金会	上海马达思班建筑设计事务所（特殊普通合伙入）		

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

## 2、设计能力突出，设计产业化运营引领行业变革

弘高设计拥有完善的设计体系和设计流程，且有优质的人力资源的保证，目前设有 10 余家设计院，拥有 300 余名设计师。在专业配置上，弘高设计拥有机电设计、暖通、给排水设计、配饰设计、标识导示设计等专业设计人员，同时，在声学设计、灯光照明设计、园林景观设计等专项，设计上与专业设计机构建立长期合作关系，保证不同类型项目设计品质和质量。

创意设计产业化运营的内核是工业化扩张，并聚焦建筑装饰行业产业链两端高附加值环节，整合上下游产业链。把设计环节进行纵深化细分、流水线切割、标准化规范和科学化管理，建立工厂化设计体系，即将一个项目的完整设计流程拆分成十几个专项节点，在每一技术专

项领域内将最佳的设计成果作为标杆，形成该专项的标准化模板和技术规范，并在各专项领域中培养标准化的设计人才。

弘高设计设计业务工厂化模式解决了设计能力的标准化复制和设计人才的工厂化复制。强大的专家顾问团、丰富的专利软件著作权等创新成果给予增长的原动力。公司建立了 130 余人的专家库，特聘国家知名专家、学者作为公司的顾问团队。公司获得了 7 项专利、8 项国家级软件著作权，三年来成功申报了 9 项科技示范工程、32 项科技创新成果。

表 12：公司拥有部分专利情况

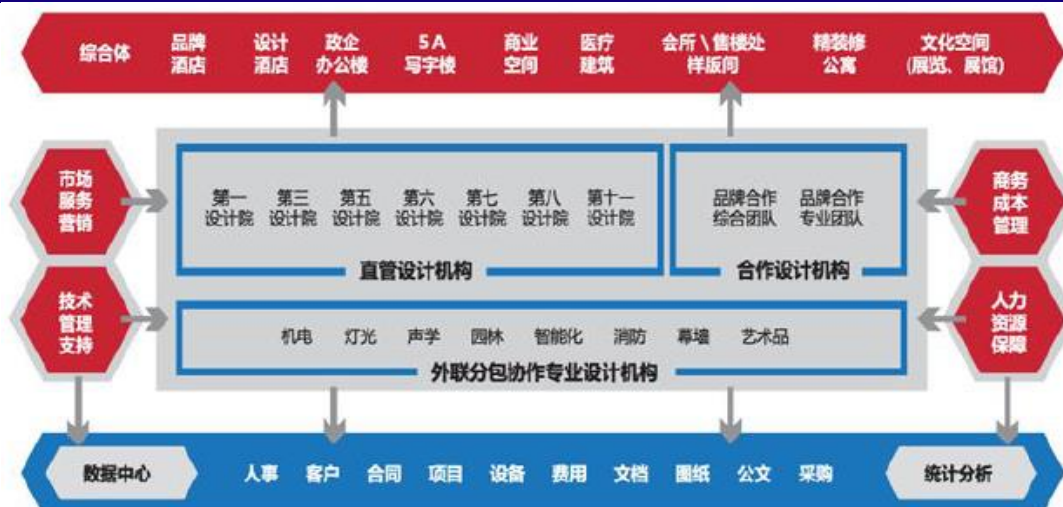
年份	专利成果	专利号	公告日期
2014 年	不锈钢嵌缝条结构	ZL 201420239644.1	2014 年 9 月 17 日
2014 年	地垄墙隔墙结构	ZL 201420239810.8	2014 年 9 月 17 日
2014 年	地面检查井结构	ZL 201420239658.3	2014 年 9 月 17 日
2014 年	吊顶结构	ZL201420239839.6	2014 年 9 月 17 日
2014 年	隔音减震浮动地台	ZL 201420242548.2	2014 年 9 月 17 日
2014 年	实木饰面板	ZL 201420241517.5	2014 年 9 月 17 日
2014 年	外幕墙收口连接件	ZL 201420242704.5	2014 年 9 月 17 日
2014 年	新型水幕墙结构	ZL 201420241512.2	2014 年 9 月 17 日
2014 年	张拉膜吊顶结构	ZL 201420242504.X	2014 年 9 月 17 日
2014 年	地暖地面结构(设计公司)	ZL 201420239636.7	2014 年 10 月 1 日

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### 3、设计施工一体化，推广“绿色建筑”

2012 年，公司为了突出其优秀的设计能力这一核心竞争力，制订了集中精力稳固“以设计带动施工”这一商业模式的总体竞争策略，发挥其设计施工一体化的优势。在项目开发上先求“质”再求“量”，积极开发“设计施工一体化”的高端优质客户，客户更为优质、项目毛利率更高，客户的肯定带来了后续施工的机会。

图 27：弘高设计设计系统



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 13：弘高设计部分获奖设计作品

获奖时间	奖项	作品	颁奖部门
2013 年 10 月	2013 年北京市建筑装饰工程优秀设计奖（2012 年度）	绿地大兴 19#地 B 商业装修工程	北京市建筑装饰协会
2013 年 10 月	013 年北京市建筑装饰工程优秀设计奖（创意类）	中海油大厦（上海）建设项目	北京市建筑装饰协会
2013 年 10 月	013 年北京市建筑装饰工程优秀设计奖（创意类）	北京奥伦达维景国际度假酒店	北京市建筑装饰协会
2013 年 10 月	013 年北京市建筑装饰工程优秀设计奖（创意类）	花都温泉度假区“温泉大观”、“知泉楼”室内精装修工程	北京市建筑装饰协会
2012 年 10 月	2011-2012 年第二届国际环艺创新设计大赛一等奖（酒店设计类）	天目湖城市广场酒店	中国建筑装饰协会中国国际建筑装饰及设计博览会组委会
2012 年 10 月	2011-2012 年第二届国际环艺创新设计大赛一等奖（餐饮娱乐空间类）	南亚风情第一城	中国建筑装饰协会中国国际建筑装饰及设计博览会组委会
2011 年 5 月	010 年中国建筑装饰优秀设计奖（优秀方案设计类）一等奖	什刹海望海楼翰谊馆精装修工程	中国建筑装饰协会
2011 年 5 月	2010 年中国建筑装饰优秀设计奖（优秀工程设计类）一等奖	北京七彩云南商贸有限公司酒楼装修设计	中国建筑装饰协会

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**绿色环保是建筑装饰行业的发展方向，“绿色建筑”是将环保理念融入建筑装饰的用材、设计等方面，通过选用节能、环保的用材以及采用能耗率更低的设计，实现建筑装饰环保化的业务模式。**弘高设计在近三年承接的项目中，结合美国 LEED 绿色认证标准以及新加坡 Green Mark 绿色建筑标准，研究适合国内装饰工程的绿色建筑室内控制标准，并已在基层材料、胶粘剂、面层材料使用等方面开始推广使用污染物含量低的材料。为了更大程度实现“绿色建筑”发展模式，弘高设计通过与装饰耗材商合作，在满足用户需求的前提下，量身定制整体能耗更低的耗材。通过上下游产业联合，建立起不同地区 500 公里以内供应商网络，以保证地区供货的便捷性和减少运输途中的能耗消耗，降低污染。

**积极参与国家及地方行业标准制定，技术水平属于全国标杆地位：**弘高设计积极参编国家标准、地方标准的制定，是国家与地方标准编修单位之一，公司各设计院、项目部、分公司均有直属的技术负责人，共同参与公司的技术研发和技术转化工作，同时完成科技创新。

表 14：公司参与制定标准列表

标准制定属性	标准号	标准名称
国家环境保护标准	HJ440-2008	《环境标志产品技术要求建筑装饰工程》
北京市地方标准	DB11/509-2007	《房屋修缮工程施工质量验收规程》
北京市地方标准	DBJ/T01-27-2003	《高级建筑装饰工程质量验收标准》
北京市工程建设企业技术标准		《建筑装饰工程创优实施标准》

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部



#### 4、推出员工持股计划、股权激励有望释放公司红利

公司4月15日晚间发布第一期员工持股计划，该员工持股计划将全额认购“信达弘高1号”的次级份额。信达弘高1号份额上限为2亿份，按照不超过3:1的比例设立优先级份额和次级份额。公司控股股东北京弘高慧目投资有限公司为集合计划中优先份额的权益实现提供担保，对于次级份额而言，通过份额分级，放大了次级份额的收益或损失。假设按照8%的资金成本计算，本次股权激励的资金成本为24%。

第一期员工持股计划参与总人数不超过670人，资金总额上限为5000万元，并拟通过信达弘高1号集合资产管理计划持有公司股票。据草案，公司控股股东北京弘高慧目投资有限公司为信达弘高1号集合计划中优先份额的权益实现提供担保。以信达弘高1号集合计划的规模上限2亿份和公司2015年4月03日的收盘价22.55元测算，信达弘高1号集合计划所能购买的标的股票数量上限约为887万股，占公司现有股本总额的2.15%。所购买股票的锁定期为12个月。

#### 四、风险因素

**应收账款回款风险。**公司的应收账款占比情况优于同行业水平，但公司业务规模正处于持续增长态势，随着营业收入的增长，应收账款余额不断增长。如果宏观经济环境发生较大波动，下游客户偿付能力或意愿出现变化，公司会面临回款危险。

**建筑装饰行业波动风险。**建筑装饰行业的发展与一个国家的经济发展水平相关，经济增长的周期性波动对建筑装饰行业有一定影响。

**原材料及劳动力成本上升的风险。**公司从事的建筑装饰施工业务需要的各种建筑装饰材料，同时中国企业用人需求与市场供应的短缺矛盾将越来越突出，未来劳动力成本不断增加和原材料价格的波动对公司经营会产生较大影响。

#### 五、投资建议

我们预测公司2014-2016年EPS分别为0.53/0.74/1.01元，未来3年归母净利润CAGR达40.5%，考虑到公司的业务属性介于专业设计公司及装饰公司之间，后续成长潜力巨大，我们认为可给予公司15年35-40倍PE，对应目标价26.0-30.0元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,450	2,175	3,055	4,124	5,568	货币资金	54	181	3,568	3,663	3,805
营业成本	1,243	1,834	2,578	3,485	4,705	存货	161	211	281	380	512
毛利率	14.3%	15.7%	15.6%	15.5%	15.5%	应收账款	528	757	1,064	1,436	1,939
营业税金及附加	40	63	88	119	160	其他流动资产	70	100	141	190	257
营业费用	3	4	6	8	11	<b>流动资产</b>	<b>813</b>	<b>1,250</b>	<b>5,053</b>	<b>5,669</b>	<b>6,514</b>
营业费用率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	固定资产	8	7	33	55	81
管理费用	38	36	76	103	139	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	2.62%	1.65%	2.50%	2.50%	2.50%	无形资产	0	0	0	0	0
财务费用	-6	2	-9	-20	-25	其他长期资产	121	121	115	114	115
财务费用率	-0.42%	0.11%	-0.28%	-0.50%	-0.44%	<b>非流动资产</b>	<b>128</b>	<b>128</b>	<b>148</b>	<b>169</b>	<b>196</b>
投资收益	0	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>941</b>	<b>1,377</b>	<b>5,201</b>	<b>5,838</b>	<b>6,709</b>
<b>营业利润</b>	<b>129</b>	<b>212</b>	<b>290</b>	<b>402</b>	<b>547</b>	短期借款	12	36	0	0	0
营业利润率	8.93%	9.77%	9.49%	9.75%	9.82%	应付账款	472	664	933	1,261	1,702
营业外收入	3	3	3	3	3	其他流动负债	182	252	345	430	549
营业外支出	0	0	0	0	0	<b>流动负债</b>	<b>666</b>	<b>952</b>	<b>1,278</b>	<b>1,691</b>	<b>2,251</b>
<b>利润总额</b>	<b>132</b>	<b>215</b>	<b>292</b>	<b>405</b>	<b>549</b>	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	33	53	72	99	135	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	24.8%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	<b>非流动性负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>666</b>	<b>952</b>	<b>1,278</b>	<b>1,691</b>	<b>2,251</b>
<b>归母净利润</b>	<b>99</b>	<b>149</b>	<b>221</b>	<b>306</b>	<b>415</b>	股本	32	32	413	413	413
净利率	6.82%	6.87%	7.23%	7.41%	7.45%	资本公积	148	148	3,106	3,106	3,106
EPS (元)	0.24	0.36	0.53	0.74	1.01	<b>股东权益合计</b>	<b>275</b>	<b>425</b>	<b>3,940</b>	<b>4,185</b>	<b>4,517</b>
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						<b>负债权益总计</b>	<b>941</b>	<b>1,377</b>	<b>5,201</b>	<b>5,838</b>	<b>6,709</b>
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	99	149	221	306	415	<b>增长率 (%)</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	(12.52)	49.95	40.47	35.00	35.00
折旧和摊销	0	0	47	77	76	营业利润	22.30	64.07	36.45	38.76	35.99
营运资金变动	0	0	-40	-95	-132	净利润	32.18	51.12	47.70	38.41	35.75
其他	0	0	-1	-11	-11	<b>利润率 (%)</b>					
<b>经营现金流</b>	<b>99</b>	<b>149</b>	<b>227</b>	<b>277</b>	<b>347</b>	毛利率	14.28	15.65	15.60	15.50	15.50
资本支出	-18	-4	-65	-95	-100	EBIT Margin	8.67	10.92	10.02	9.92	9.92
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	8.67	10.92	11.56	11.79	11.28
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	6.82	6.87	7.23	7.41	7.45
其他	-26	0	0	0	0	<b>回报率 (%)</b>					
<b>投资现金流</b>	<b>-45</b>	<b>-4</b>	<b>-65</b>	<b>-95</b>	<b>-100</b>	净资产收益率	35.91	42.68	10.11	7.52	9.53
发行股票	135	0	3,339	0	0	总资产收益率	10.51	12.89	6.71	5.54	6.61
负债变化	-126	22	-78	-47	-47	<b>其他 (%)</b>					
股息支出	0	0	-44	-61	-83	资产负债率	70.73	69.14	24.58	28.96	33.55
其他	-126	0	9	20	25	所得税率	24.83	24.50	24.50	24.50	24.50
<b>融资现金流</b>	<b>-117</b>	<b>22</b>	<b>3,225</b>	<b>-87</b>	<b>-105</b>	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
<b>现金及等价物</b>	<b>-63</b>	<b>167</b>	<b>3,387</b>	<b>95</b>	<b>143</b>						

资料来源：银河证券研究所



## 插图目录

图 1: 弘高设计股权结构图.....	3
图 2: 公司近年来营业收入及增长.....	3
图 3: 公司近年来净利润及增长.....	3
图 4: 我国建筑装饰行业总产值及增长情况.....	4
图 5: 我国公共建筑装饰业总产值及增速.....	4
图 6: 我国住宅装饰装修总产值及增速.....	4
图 7: 我国幕墙总产值及增速.....	5
图 8: 我国建筑装饰细分行业占比情况.....	5
图 9: 我国建筑装饰行业百强占比情况.....	5
图 10: 我国建筑装饰行业百强平均营业收入.....	5
图 11: 我国城镇化进程.....	6
图 12: 我国固定资产投资增长情况.....	6
图 13: 我国星级酒店占比情况.....	7
图 14: 博物馆建设数量发展状况.....	7
图 15: 目前中国主要城市住宅精装修比例.....	8
图 16: 公司各主营业务收入.....	11
图 17: 公司各主营业务毛利率情况.....	11
图 18: 公司业务结构.....	11
图 19: 公司主营业务分区域构成.....	12
图 20: 2013 年公司各区域主营收入情况图.....	12
图 21: 可比公司毛利率.....	12
图 22: 可比公司净利率.....	12
图 23: 可比公司期间费用率.....	13
图 24: 可比公司应收款占比.....	13
图 25: 可比公司预收款占比.....	13
图 26: 产业园规划图.....	14
图 27: 弘高设计设计系统.....	16

## 表格目录

表 1: 交易前后公司股权变化.....	2
表 2: 装饰市场未来演变路径.....	5
表 3: 我国未来新增住宅面积情况.....	6
表 4: 各细分领域市场需求预测.....	7
表 5: 鼓励住宅精装修相关文件.....	8
表 6: 弘高设计高端市场情况.....	8
表 7: 弘高设计参与的项目.....	9
表 8: 弘高装饰部分获奖作品.....	9
表 9: 弘高设计和弘高装饰所获部分奖项.....	10
表 10: 产业园情况.....	14
表 11: 设计创新产业联盟成员.....	15
表 12: 公司拥有部分专利情况.....	16
表 13: 弘高设计部分获奖设计作品.....	17
表 14: 公司参与制定标准列表.....	17

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

### 覆盖股票范围：

**港股：**中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

**A 股：**中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏文科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn