

苏交科(300284.SZ) 建筑施工行业

评级：买入 维持评级

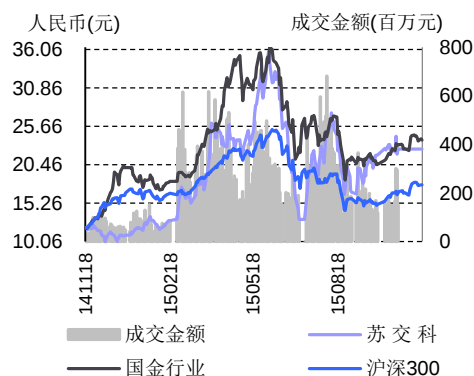
公司研究简报

市场价格(人民币): 22.60 元
 目标价格(人民币): 28.00-32.00 元

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) 326.33
 总市值(百万元) 12,530.40
 年内股价最高最低(元) 35.80/10.06
 沪深 300 指数 3758.39



相关报告

- 1.《增长稳健,持续看好并购与 PPP 后续进展-苏交科业绩点评》, 2015.8.4
- 2.《业绩稳健,扎实拓展-苏交科 2014 年业绩点评》, 2015.3.24

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.773	0.504	0.572	0.772	1.014
每股净资产(元)	6.47	4.02	4.80	5.30	6.19
每股经营性现金流(元)	1.19	0.50	0.52	0.65	0.79
市盈率(倍)	25.69	21.78	39.51	29.29	22.29
行业优化市盈率(倍)	12.52	30.00	34.16	34.16	34.16
净利润增长率(%)	31.32%	36.10%	25.57%	34.89%	31.40%
净资产收益率(%)	11.95%	12.45%	11.92%	14.55%	16.39%
总股本(百万股)	240.00	501.49	554.44	554.44	554.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司在 11 月 17 日晚发布了非公开发行预案, 拟发行不超过 50,479,555 股, 募集资金总额不超过 10 亿元, 扣除发行费用后将全部用于补充公司流动资金, 锁定期限为 36 个月, 值得注意的是公司的实际控制人是参与非公开发行的两个中信建投资管计划的委托人, 且该两个资管计划认购额较大(约 1.5 亿元), 因而本次非公开发行足以说明大股东对公司真正有信心。
- 公司运营平稳: 1) 公司 15 年前三季度营收同比增长 14.54%, 归属母公司所有者的净利润同比增长 25.05%, 业绩能在建筑行业整体向下的情况保持正增长, 连续并购贡献很大; 2) 公司前三季度毛利率提升明显, 为 36.82%, 是公司 15 年前三季度净利润增长的主要动力, 公司销售费用率、管理费用率相对平稳, 财务费用率和资产减值损失比率则有一定提升, 财务费用率提升是由于公司燕宁建设 BT 业务及部分建造合同利息结算减少, 资产减值损失比率上升则由于公司应收账款规模扩大; 3) 公司 15 年前三季度收现比为 74.38%, 经营性现金净流量/销售净利润为-212.39%, 均低于去年同期, 这和大环境整体变差有较大关系; 从应收账款看, 公司 15 年前三季度新发生应收账款/营收为 27.21%, 比去年降低, 但风险依然相对可控。
- 长期看好公司外延发展的模式, 短中期关注 PPP 带来的业绩弹性: 1) 长期而言, 设计行业的行业特性已决定业内公司为求长远发展绕不开外延式路线, 而落地到公司, 苏交科管理和执行的高效以及以往并购都决定公司未来有长期将外延发展落地的能力; 2) 短中期看, 稳增长压力提升会进一步让政府加大推 PPP 和地下管廊的力度, 以推进稳增长所需的大规模投资真正落地, 而营收规模比中国铁建等建筑巨头小得多的苏交科作为能同时受益于这两个政策的建筑行业公司, 业绩具备更大弹性。

投资建议

- 预期公司 2015-2017 年将分别实现 0.57 元、0.77 元、1.01 元 EPS, 维持公司的买入评级。

风险

- 建筑行业整体基本面下滑超出预期; PPP 和管廊政策落地进度低于预期。

刘晨辰 分析师 SAC 执业编号: S1130515080005
 (8621)61356502
 liuchenchen@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

内容目录

公司 2015 年运营情况回顾.....	3
长期看好外延式发展模式，短中期关注 PPP&地下管廊下的高弹性	6
投资建议	9
风险提示	9

图表目录

图表 1：苏交科本次非公开发行对象的认购额一览	3
图表 2：苏交科母公司报表和合并报表营收增速间的差异显示持续的并购对公司营收高增长有较大贡献	4
图表 3：苏交科并购对象营收规模对苏交科营收的占比参考	4
图表 4：公司的毛利率和净利率回顾——合并报表毛利率 13 年以来呈现显著的整体上行趋势.....	4
图表 5：公司以往主要费用率变动情况一览	4
图表 6：设计行业结算的特征决定，苏交科每年年底的结算会大大加速，三季度很低的净现金流/净利润占比亦能因此在年底显著改善	5
图表 7：设计院公司新发生应收账款/当期营收与中国建筑的比较	5
图表 8：设计院类公司应收账款/营收与中国建筑的比较.....	5
图表 9：苏交科、设计股份、中国建筑年度累计净现金流/年度累计净利润指标的比较显示，苏交科反而是三家公司中经营上最稳健、营收质量最高的企业 ..	6
图表 10：苏交科、设计股份、中国建筑应收账款坏账准备计提金额/应收账款总额的比较	6
图表 11：外延式发展持续支持了苏交科的快速发展（左：省外扩张；右：业务多元化）	7
图表 12：公司历年的规划及执行情况	8
图表 13：苏交科 2013 年推行过股权激励.....	9
图表 14：苏交科 2014 年进行过员工持股.....	9

公司 2015 年运营情况回顾

- **苏交科在 11 月 17 日晚发布了非公开发行预案**，预案显示，公司本次非公开发行股票数量不超过 50,479,555 股，募集资金总额不超过 100,000 万元，扣除发行费用后将全部用于补充公司流动资金；本次非公开发行所有发行对象均以人民币现金方式认购本次非公开发行的股票，锁定期限为 36 个月。
- **资金用途**：从公司角度看，本次公开发行有助于降低公司的资产负债率，满足公司不断扩大的业务规模对流动资金的需求，有助于帮助公司延续以往连续的业务跨区和多元化，以及外延内生相互拉动的发展模式；而从外部行业因素看，本次募资亦有助于公司把握接下来的智能交通、海绵城市、PPP 方面的机遇，公告显示本次募集资金的主要用途之一就是补充未来深入参与 PPP 项目的资金需求。
- **本次非公开发行构成关联交易**：本次非公开发行发行对象为六安信实、太仓铭源、宁波协慧、李威和中信建投证券，其中，**公司实际控制人符冠华、王军华为参与本次非公开发行的两个中信建投证券的定向资产管理计划的委托人**，在本次非公开发行中，符冠华、王军华共通过定向资产管理计划认购 7,571,933 股，发行完成后，公司的实际控制人不发生改变。由于大股东通过中信建投资管认购的金额高达约 1.5 亿元，是真正的大额增持，因而我们可以认为大股东对公司未来发展有真正的信心。

图表 1：苏交科本次非公开发行对象的认购额一览

序号	发行对象名称	契约型基金或 资管计划名称	认购股份数量 (股)	认购金额 (元)	认购比例	认购方式
1	六安信实	上实上投领华 投资基金	12,619,888	249,999,981.28	25.00%	现金
2	太仓铭源	-	10,095,912	200,000,016.72	20.00%	现金
3	宁波协慧	-	10,095,911	199,999,996.91	20.00%	现金
4	李威	-	10,095,911	199,999,996.91	20.00%	现金
5	中信建投证券	中信建投定增 财富7号定向资 产管理计划	4,442,934	88,014,522.54	8.80%	现金
		中信建投定增 财富8号定向资 产管理计划	3,128,999	61,985,470.19	6.20%	现金
	小计		7,571,933	149,999,992.73	15.00%	现金
合计			50,479,555	999,999,984.55	100.00%	—

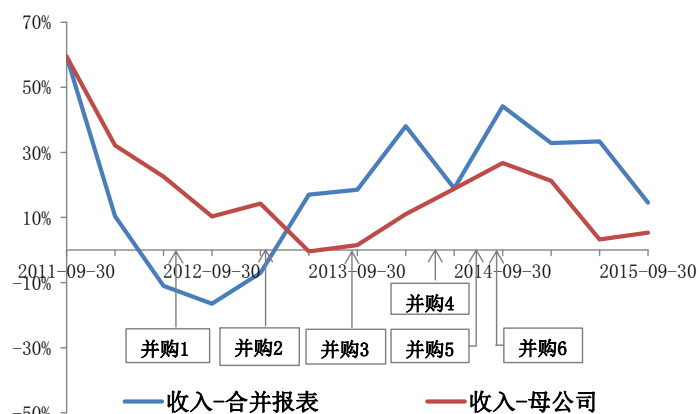
来源：公司公告

■ 公司 2015 年来经营情况回顾——

苏交科在 2015 年三季报中显示，公司前三季度共实现营业收入 14.81 亿元，同比增长 14.54%；实现归属上市公司股东的净利润 2.01 亿元，同比增长 25.05%；实现按期末股本摊薄后的每股净利润 0.36 元。

- **业绩情况**：公司 15 年前三季度营收同比增长 14.54%，归属母公司所有者的净利润同比增长 25.05%，公司业绩在建筑行业整体运营情况不佳的大环境下能取得这样的增速，连续并购贡献很大；

图表2：苏文科母公司报表和合并报表营收增速间的差异显示持续的并购对公司营收高增长有较大贡献



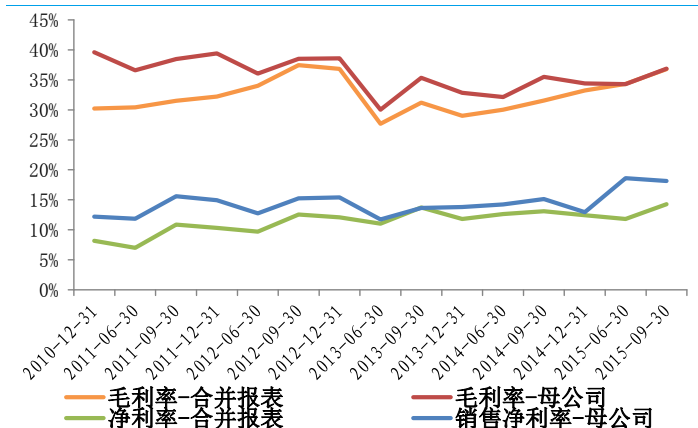
来源：wind & 公司公告。此图中编号和右边表格中相同编号的公司对应；

图表3：苏文科并购对象营收规模对苏文科营收的占比参考

编号	股权收购对象	正式收购公告日期	营收占比 考察参考 年份	参考年份 收购对象 营业额/ 苏文科营 业额	收购后 持股比例
1	杭州华龙	2012年7月	2011	1.03%	70.00%
2	甘肃科地	2013年1月	2012	2.96%	70.00%
3	江苏三联	2013年9月	2012	0.66%	100.00%
4	厦门市政院	2014年4月	2013	11.04%	84.08%
5	淮交院	2014年7月	2013	6.16%	100.00%
6	北京中铁瑞威	2014年9月	2014	5.52%	85.00%

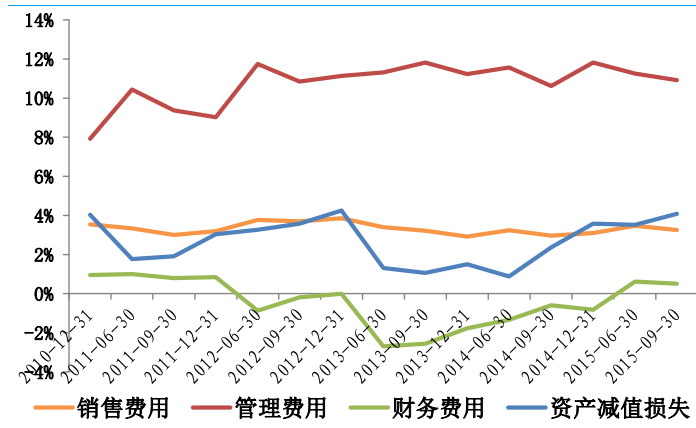
- **盈利能力：**以合并报表，公司前三季度合并报表显示的毛利率为36.82%，与去年同期数值（31.57%）相比提升非常明显，延续了公司2013年年底起至今的整体提升趋势，但公司并未披露有关原因；公司的销售费用率、管理费用率则延续了三年来的平稳态势，分别为3.25%、10.93%，财务费用率和资产减值损失比率则延续了13年上半年至今的缓慢中有提升趋势，分别为0.50%和4.08%，财务费用率上升是由于公司燕宁建设BT业务及部分建造合同利息结算减少所致，资产减值损失比率上升是则与公司应收账款规模扩大有关；最终，虽公司费用率有所提升，但毛利率显著提升最终让公司销售净利率达到14.27%（去年同期为13.10%），是公司今年1-9月销售净利率提升的主要推手。

图表4：公司的毛利率和净利率回顾——合并报表毛利率13年以来呈现显著的整体上行趋势



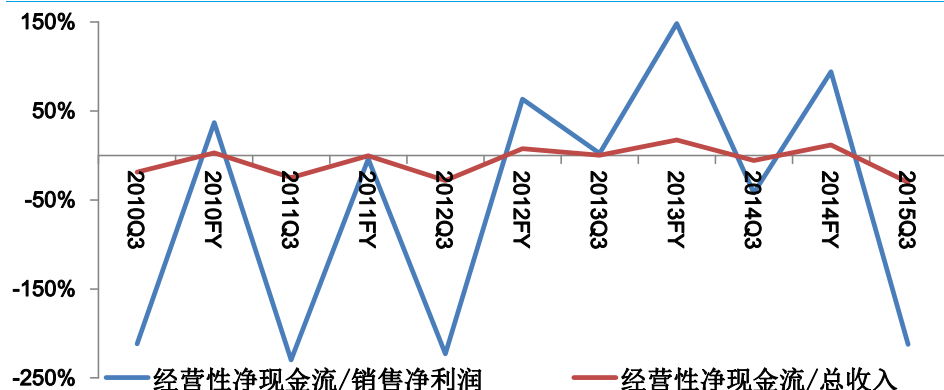
来源：根据wind数据整理。数据剔除了季节性波动特征很强的一季度数据

图表5：公司以往主要费用率变动情况一览



- **经营情况：**公司在15年前三季度实现收现比74.38%，比去年同期数值有所下降，同时经营性现金净流量/销售净利润低至-212.39%，结合我们对行业的认识我们推测这和今年行业大环境的整体变差有较大关系，同时考虑到公司业务季节周期的特性非常明显，公司现金流在15年年底改善还是大概率事件；而从应收账款看，公司15年前三季度新发生应收账款/营收之值为27.21%，比去年同期数值（44.49%）有所下降。

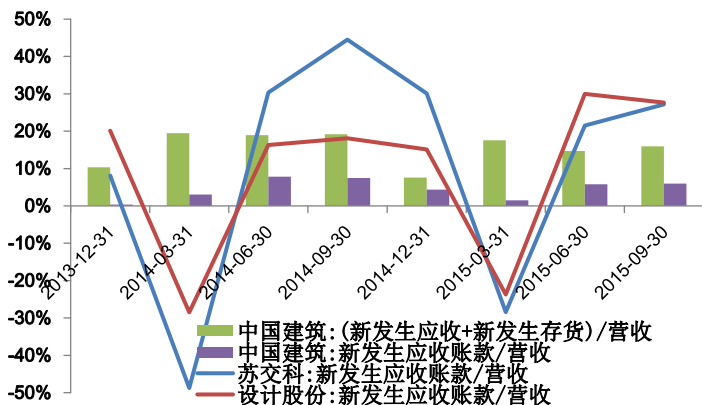
图表6：设计行业结算的特征决定，苏文科每年年底的结算会大大加速，三季度很低的净现金流/净利润占比亦能因此在年底显著改善



来源：根据 wind 数据整理。仅收录三季度和年报数据；

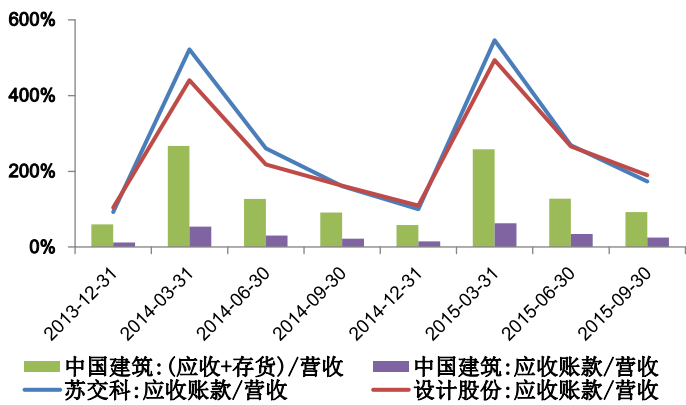
- 补充——关于应收账款风险：虽公司总应收账款对营收的占比较大，并且公司自己也屡次在定期报告中提示应收账款风险，但结合建筑行业设计子领域的经营特性、公司应收账款的来源、公司坏账准备的计提看，**公司应收账款风险存在，但相对可控。**
- 1) 应收账款比工程类企业更高是建筑设计行业的一般特性，因设计类企业营收跨越的周期本就比施工企业更长。工程开展遵循设计→施工→竣工结算的过程，大型工程的设计阶段通常历时一年左右，一般情况下设计企业在最初就介入项目，但纯施工企业则在设计完成之后才正式介入项目；在行业结算特征上，企业收入确认上是按完工百分比法（苏文科的收入确认原则是按项目组成员实际完成有效工时占项目预算总工时比例计算项目完工百分比确认收入），但收款方面，企业随项目推进只能先拿一部分覆盖部分成本的进度款，其余款项（形成应收账款等相关项目）则在项目竣工结算后才能拿到，这就导致，对从同一个工程，设计方的营收比施工方的营收跨越更长期限；

图表7：设计院公司新发生应收账款/当期营收与中国建筑的比较



来源：根据 wind 数据整理。

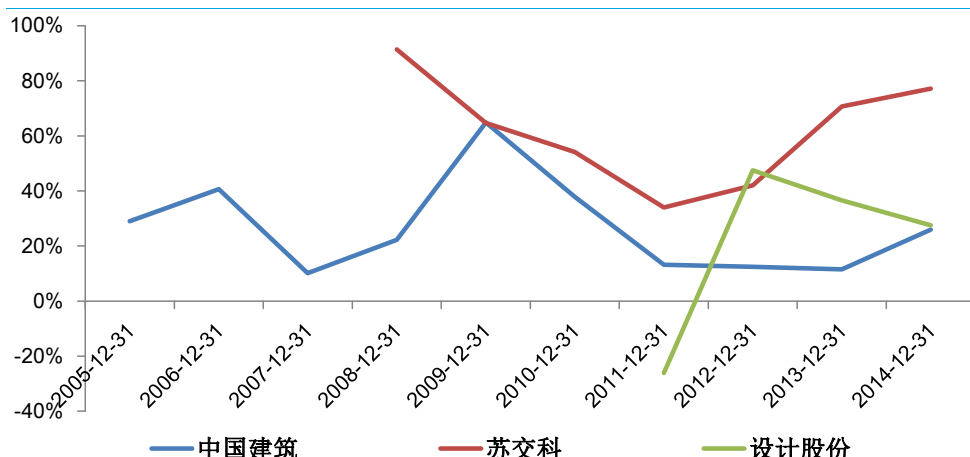
图表8：设计院类公司应收账款/营收与中国建筑的比较



注：华建集团是在 2015 年 5 月才转型建筑设计类业务，而中恒集团在收入结构上以工程总承包为主，因而这里仅以设计股份和苏文科进行比较；苏文科 14 年应收账款迅速提升的主要原因和报告期内大量承接政府部门及其下属的基础设施投资管理公司的业务有关，该业务形成的应收账款占公司应收账款总额的比例较大；

- 2) 进一步，在一段较长时期之内公司净现金流之和与销售净利润之和的差距则是审查公司当前运营模式长期可持续性的更可靠的指标，从这一指标看，苏文科的经营甚至比应收账款（+存货）比例更低的中国建筑还要更稳健；

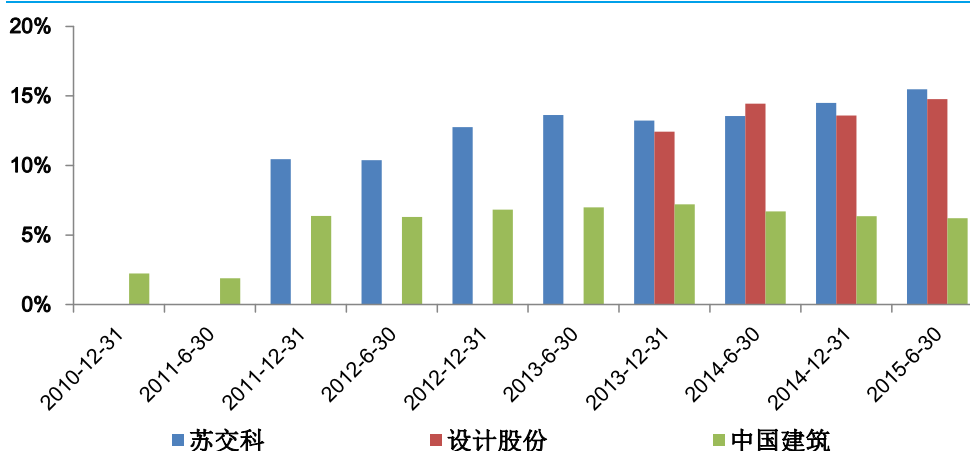
图表 9：苏文科、设计股份、中国建筑年度累计净现金流/年度累计净利润指标的比较显示，苏文科反而是三家公司中经营上最稳健、营收质量最高的企业



来源：根据 wind 数据整理

- 3) 苏文科已对应收账款计提过相对充足的坏账准备，如果公司所称的主要来源于政府的应收账款确实是高质量的（公司历年累计现金流/累计销售净利润表现相对良好也是公司回款较好与应收账款质量较高的佐证），那么事实上这些坏账准备甚至还能作为公司在行业大环境不好的情况下作为平滑业绩的有效缓冲垫；

图表 10：苏文科、设计股份、中国建筑应收账款坏账准备计提金额/应收账款总额的比较



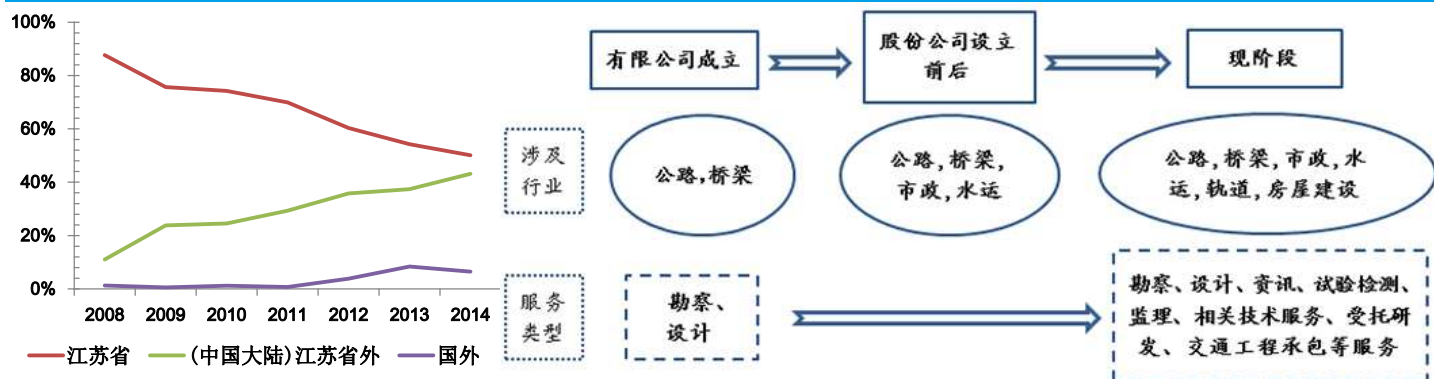
来源：根据 wind&公司公告整理

长期看好外延式发展模式，短中期关注 PPP&地下管廊下的高弹性

- 长期看好公司连续并购的潜力，以及公司落实外延发展模式的能力。

- 行业层面，公司所在的建筑设计行业的行业特性本身就客观要求业内公司想取得长期成长不得不走外延发展的道路，这一方面是出于打破行业区域性壁垒的考虑，另一方面亦是业内领军地位的公司为不断通过获取新业务布局业内新增长点、以及通过加强和完善综合服务能力向总包&顶层设计方向发展的必然路径，而成功通过外延+内生在三十年左右时间成长为世界工程设计巨头的 AECOM 即为设计院类企业的典型代表。由于关于设计院公司外延式发展的详尽内容我们已在去年发布的苏文科公司研究中有过专门分析，因而这里不再重复。

图表 11：外延式发展持续支持了苏交科的快速发展（左：省外扩张；右：业务多元化）



来源：根据 wind 数据和公司公告整理

- 公司层面，苏交科以往收购股权稀释较少，且管理优秀，这是公司未来外延式发展模式能不断延续的重要保障。
 - 1) 公司至今实际控制人股权稀释较少，截至 2015 年 3 季度末，公司大股东符冠华和王军华（二者为一致行动人）共持有公司 37.25% 的股份，未来若通过发行股份的方式进行收购，还存在较大外延发展的操作空间：
 - 2) 公司管理优秀，执行高效，除可在前文提及的应收账款和结算上体现以外，公司上市后管理层的承诺亦全部兑现。

图表 12：公司历年的规划及执行情况

陈述来源	公司提出的未来规划的相关陈述	落实情况
公司招股书	……未来三年，公司工程咨询业务年均承接额预计达到10-15亿元，获得工程设计综合甲级资质和国家级重点实验室……全面拓展以公路业务为龙头，水运、市政、轨道（铁路）等共同发展的业务格局，成为国内一流工程咨询上市公司……	公司上市至今不断通过并购取得新资质并推动业务多元化；
	……公司将不断加强质量控制和提高项目管理水准，以降低工程成本，提升公司的竞争优势，保持成长的可持续性……	公司2013年起至今毛利率不断提升；
	……稳固江苏地区市场，积极拓展江苏以外地区市场……	公司上市后配合并购，业务跨区拓展成效显著；
	……公司将进一步巩固在江苏地区的区域龙头地位，积极拓展江苏以外地区市场，进一步增加并完善公司遍布全国的营销网络……使江苏以外地区业务成为公司重要的利润和收入增长点，提升在全国的市场份额……	公司的股权激励是重视核心人才的体现；
2011年年报	……本公司计划利用本次募集资金继续专注于技术能力的升级和设备的改良，购买相关先进设备和积极引进高素质的科研技术人员和管理人才……	外延式的发展模式已成为苏交科公司层面的特色；
	……使战略联合（并购）成为公司发展的重要驱动力，同时在大型工程和总承包业务方面进一步取得突破性进展……	公司在后续年报中亦有关于信息化建设不断加强、取得新软件著作权的有关描述；
	……积极进行对外并购，以提升公司核心竞争力，实现快速发展……	
	……加强企业信息化建设……	
2012年年报	1、建立健全包括……在内的市场营销体系；加强重点区域拓展力度，继续探索海外市场…… 2、……着重提高设计部门的人均产值；以优化骨干绩效管理模式的突破口，开展组织架构与绩效单元管理研究……成就个人价值与企业价值的双赢，提高组织对人才的吸引力。 3、完成新型道路材料国家工程实验室组建并正常运转……。 4、持续贯彻ISO9004标准，优化成熟度评价方法；通过推动成熟度管理，在组织体系内通过明确各职能域管理水平及分层次细化目标，树立持续改进的理念……	——
2013年年报	延续了招股书中的未来规划；	12年有1次并购，新型道路材料国家工程实验室获批；
2014年年报	延续了招股书中的未来规划；	13年公司营收稳健增长，实施了股权激励，进行了2次并购；
2015年年报	1、在满足客户显性需求的基础上，以对客户需求的深度洞察，引领新业务、新市场、新技术和新产品的开发，依靠技术进步和互联网等信息技术的应用，创新业务模式和盈利模式；不断优化成熟业务，提高效率，降低成本……将技术、质量和成本等优势进一步转化成品牌优势，取得和巩固市场主导地位。 2、多元化发展与专业化经营是公司业务布局的基本方针。在整体上，形成和保持成熟型、创新型、探索型等多元业务组合，以保障公司的可持续成长；而每个业务则要努力精耕细作，力求成为所在领域的标杆。 3、立足国内走向国外……。 4、凭借内生式发展积淀的资源和能力，在继续推动内生式发展的同时，进行外延式发展……以优势互补、互利共赢、风险共担为原则，以资本运作、战略联盟等方式与合作伙伴结成事业和利益共同体，实现外延式发展。	14年外延取得新突破，多元化方面介入环保，海外业务有所布局，启动员工持股；

来源：国金证券研究所

3) 股权激励和员工持股则能进一步绑定公司和骨干员工的利益，有助于公司长期视角下的稳健发展；

图表 13：苏文科 2013 年推行过股权激励

序号	姓名	职位	授予期权数 (万股)	占当时总股本比例
1	朱绍玮	董事、副总经理	55.6	0.23%
2	朱晓宁	副总经理	55.6	0.23%
3	王家强	副总经理	55.6	0.23%
4	曹荣吉	副总经理	55.6	0.23%
5	张海军	副总经理	55.6	0.23%
6	李大鹏	副总经理	55.6	0.23%
7	梁新政	副总经理	55.6	0.23%
8	潘岭松	董事会秘书兼财务负责人	34.8	0.15%
9	其他核心员工32人		351.5	1.47%
合计数量			775.5	3.23%
预留数量			24.55	0.10%
总计			800.05	3.33%

来源：根据公司公告整理

图表 14：苏文科 2014 年进行过员工持股

公告日期	2014 年 9 月 15 日
认购价格	8.13 元/股
认购数量	不超过 2,040 万股
股票来源	公司非公开发行的股票；员工持股计划所持有的标的股票总数未超过公司股本总额的 10%，单个员工所获股份权益对应的股票总数累计未超过公司股本总额的 1%；
锁定期	36 个月

■ 短中期关注地下管廊&PPP 政策下的业绩弹性。

- 公司有望受益于地下管廊带来的主题性机遇：1) 近期国务院常务会议上，李克强总理提出要推进城市地下综合管廊建设，会议指出，在推进城市地下管廊建设方面，针对长期存在的问题，要从国情出发，在城市建造用于集中敷设电力、通信、广电、给排水、热力、燃气等市政管线的地下综合管廊，用好地下空间资源，由于从首期建设看，地下管廊是相对昂贵的基础设施，且考虑到我国地下管廊建设和发达国家相比存在较大差距，可建设空间很大，因而地下综合管廊能带动较大规模的基建投资；2) 苏文科收购的厦门市政院长期致力于国内各大中心城市的城市道路、桥梁、隧道、给排水等市政工程及公路工程的咨询和设计业务，具有甲级市政工程设计资质证书和甲级工程咨询证书，曾负责厦门市地下综合管廊的设计工作，在相关领域具备一定的经验和技術储备，于是只要地下管廊投资开始落地，苏文科即有望从中受益。
- 国家力推 PPP 模式亦有望让公司大为受益。国家由于稳增长和控制政府债务规模的双重压力不得不力推 PPP 模式，《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》则传递出国家进一步推广 PPP 模式的信号，当前各地都在加快推进 PPP 项目，苏文科作为 PPP 重点涉及领域的细分行业龙头，工程咨询业务占据 PPP 项目承接优势地位，未来开拓交通和环保 PPP 市场空间广阔，预计 PPP 模式的推广将对公司未来发展产生重大影响。而在推动 PPP 模式之时，项目本身固然重要，融资模式的配套也不可或缺，公司目前已与贵州道投融资管理有限公司联合成立贵州 PPP 产业投资基金管理机构，并拟发起设立及管理贵州 PPP 产业投资基金，以进一步推动贵州省内相关 PPP 项目的合作。

投资建议

- 考虑到 PPP 和管廊政策可能继续加码，预期公司 2015-2017 年将分别实现 0.57 元、0.77 元、1.01 元 EPS，维持公司的**买入**评级。

风险提示

- 建筑行业整体基本面超出预期的下滑；国家 PPP 和管廊政策落地进度低于预期；

附录：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,179	1,628	2,163	2,540	3,101	3,905
增长率		38.0%	32.9%	17.4%	22.1%	25.9%
主营业务成本	-745	-1,156	-1,443	-1,636	-1,975	-2,481
% 销售收入	63.2%	71.0%	66.7%	64.4%	63.7%	63.5%
毛利	434	472	719	904	1,126	1,424
% 销售收入	36.8%	29.0%	33.3%	35.6%	36.3%	36.5%
营业税金及附加	-42	-18	-21	-25	-31	-39
% 销售收入	3.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-45	-47	-67	-76	-90	-109
% 销售收入	3.9%	2.9%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
管理费用	-131	-183	-256	-305	-364	-449
% 销售收入	11.1%	11.2%	11.8%	12.0%	11.8%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	215	223	375	497	640	827
% 销售收入	18.3%	13.7%	17.3%	19.6%	20.7%	21.2%
财务费用	0	29	18	-13	-15	-14
% 销售收入	0.0%	-1.8%	-0.8%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-50	-25	-77	-85	-84	-96
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	6	6	7	8
% 税前利润	0.0%	0.7%	1.7%	1.4%	1.2%	1.1%
营业利润	165	229	321	405	548	724
营业利润率	14.0%	14.1%	14.9%	16.0%	17.7%	18.5%
营业外收支	4	6	11	12	12	12
税前利润	170	235	333	417	560	736
利润率	14.4%	14.4%	15.4%	16.4%	18.1%	18.8%
所得税	-27	-43	-64	-79	-106	-140
所得税率	15.9%	18.3%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	143	192	269	338	454	596
少数股东损益	1	7	17	21	26	34
归属于母公司的净利润	141	186	253	317	428	562
净利率	12.0%	11.4%	11.7%	12.5%	13.8%	14.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	143	192	269	338	454	596
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	79	60	127	134	134	147
非经营收益	27	32	1	60	3	11
营运资金变动	-159	0	-143	-244	-228	-314
经营活动现金净流	90	285	254	288	363	440
资本开支	-76	-89	-125	-206	3	2
投资	-110	-47	-131	-101	-100	-100
其他	0	0	4	6	7	8
投资活动现金净流	-185	-135	-252	-301	-90	-90
股权募资	21	48	31	388	-77	0
债权募资	49	-210	-31	25	100	151
其他	-90	-80	-75	-134	-94	-103
筹资活动现金净流	-19	-243	-75	279	-71	48
现金净流量	-114	-93	-73	266	201	398

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,026	932	865	1,131	1,332	1,731
应收款项	1,423	1,581	2,256	2,470	2,951	3,664
存货	7	25	38	36	43	54
其他流动资产	39	33	160	18	22	27
流动资产	2,494	2,571	3,319	3,655	4,348	5,476
% 总资产	86.5%	82.4%	77.4%	75.8%	78.0%	81.0%
长期投资	115	178	236	337	436	536
固定资产	155	217	338	302	263	223
% 总资产	5.4%	6.9%	7.9%	6.3%	4.7%	3.3%
无形资产	73	107	319	522	521	520
非流动资产	391	550	968	1,164	1,223	1,282
% 总资产	13.5%	17.6%	22.6%	24.2%	22.0%	19.0%
资产总计	2,885	3,121	4,287	4,819	5,571	6,758
短期借款	580	371	247	290	390	540
应付款项	600	679	990	983	1,189	1,493
其他流动负债	267	379	862	735	876	1,083
流动负债	1,446	1,428	2,099	2,008	2,455	3,116
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	11	56	30	0	0	0
负债	1,458	1,485	2,130	2,008	2,455	3,117
普通股股东权益	1,402	1,553	2,028	2,661	2,940	3,430
少数股东权益	25	83	129	150	176	210
负债股东权益合计	2,885	3,121	4,287	4,819	5,571	6,758

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.589	0.773	0.504	0.572	0.772	1.014
每股净资产	5.842	6.471	4.019	4.800	5.303	6.186
每股经营现金净流	0.375	1.187	0.502	0.519	0.655	0.794
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	10.08%	11.95%	12.45%	11.92%	14.55%	16.39%
总资产收益率	4.90%	5.95%	5.89%	6.58%	7.68%	8.32%
投入资本收益率	9.01%	9.10%	12.56%	12.99%	14.79%	16.02%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.02%	38.05%	32.88%	17.43%	22.09%	25.94%
EBIT增长率	5.34%	3.86%	67.89%	32.56%	28.73%	29.11%
净利润增长率	7.19%	31.32%	36.10%	25.57%	34.89%	31.40%
总资产增长率	8.60%	8.18%	37.36%	12.42%	15.60%	21.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	399.1	323.2	309.3	350.0	350.0	350.0
存货周转天数	3.4	5.1	8.0	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	212.8	152.0	151.7	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	47.4	43.0	42.5	32.3	23.0	15.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.23%	-34.28%	-28.63%	-29.90%	-30.24%	-32.68%
EBIT利息保障倍数	-2,262.3	-7.7	-21.1	39.0	43.0	57.1
资产负债率	50.52%	47.58%	49.67%	41.66%	44.06%	46.13%

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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-03-19	增持	19.20	N/A
2	2014-05-14	买入	17.01	N/A
3	2014-07-29	买入	8.82	N/A
4	2014-10-28	买入	11.43	N/A
5	2015-03-24	买入	17.95	25.00~25.00
6	2015-08-04	买入	20.69	N/A

来源：国金证券研究所


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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD