

2016年04月12日

宏图高科 (600122.SH)

## 定增收购匡时国际，进军艺术品拍卖行业，拓展消费金融场景

■定增收购匡时国际，袁亚非仍为公司实际控制人。4月8日，公司公告，定增预案，①收购资产：拟向匡时文化、董国强发行2.08亿元股，发行价格为13.01元/股，购买其持有的匡时国际100%股权（总价作价27亿元）；②募集配套资金：拟向袁亚非、刘益谦发行不超过9305.21万股，本次发行价格16.12元/股，募集配套资金不超过15亿元。本次发行完成后，控股股东三胞集团（实际控制人袁亚非）持上市公司股份由21.6%变更为17.13%，袁亚非直接持有3.21%，刘益谦持有3.21%，三胞集团仍为公司的控股股东，袁亚非先生仍为本公司的实际控制人。

■匡时国际：艺术品拍卖行，稀缺性极强。北京匡时国际拍卖有限公司成立于2005年10月，主要以拍卖中国古代、近现代书画，瓷玉杂项、当代水墨、现当代油画、雕塑等艺术品为主，并承接资产拍卖以及各类慈善拍卖。公告显示，匡时国际截至2015年底，总资产7.74亿元，净资产3.63亿元；2014年、2015年年营收分别为2.10亿元、2.41亿元，净利润分别为6267.38万、1.22亿元，未来业绩承诺：2016-18年扣除非归母净利分别不低于1.5亿元、2亿元、2.6亿元。

■艺术品拍卖市场进入“新常态”，不断调整走实。中国拍卖行业协会数据显示，2015年我国文物艺术品拍卖成交额为280亿元，2014年我国文物艺术品成交额为315.47亿，其中中国书画成交额205.96亿，占当年文物艺术品拍卖成交额的65%。文物艺术品拍卖行业呈现集中化趋势，2014年排名前10%的企业实收拍品款合计148.60亿元，占整个市场的86.32%，较上年增长1.88个百分点。其中排名前5名企业所占市场份额为57.19%，较13年上升1.30个百分点；排名6-20位企业所占市场份额为19.48%；其它企业所占市场份额为13.68%，较13年降低1.88个百分点。2014年在成交额过千万拍品中，四大企业占据数量与成交额最多，其中匡时国际成交额为3.17亿，占比7.18%。拍卖行作为一个服务性中介，其主要受益来源是向买卖双方收取拍卖佣金，而在目前的执行惯例中，佣金的收取方式为按照落槌价的一定比例向买卖双方收取佣金，若单一标的的落槌价和一场拍卖会的总成交价越高，则拍卖行的佣金收入也就越高。

■完善金融消费场景，实现多维应用渗透。公司本次收购匡时国际，一方面，为公司消费金融、供应链金融发展提供全新的文化交易应用场景，进一步丰富公司互联网金融产品客户，为其提供文化维度的应用场景，不断完善推进公司互联网金融战略，有效利用人流、商品流，借助消费金融或供应链金融产品实现盈利。另一方面，通过收购优质资产，推进多元化发展战略。本次收购后，公司将进入文化艺术品和分销信息及技术服务行业，实现公司现有类金融业务、互联网支付与文化产业的有机融合，积极拓展外延发展空间。

■维持盈利预测，给予买入-A评级，暂不考虑本次定增事项，我们预计公司16-18年EPS分别为0.42元、0.46元、0.51元，当前股价对应PE分别为46倍、42倍、38倍，6个月目标价为23.36元。

■风险提示：定增事项存在不确定性；业绩承诺不达预期、商誉减值风险等

摘要(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	17,472.1	18,714.4	21,287.8	23,344.6	25,164.4
净利润	366.8	421.7	481.7	533.3	590.2
每股收益(元)	0.32	0.37	0.42	0.46	0.51
每股净资产(元)	6.94	6.71	6.42	6.20	6.98
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	60.9	53.0	46.4	41.9	37.8
市净率(倍)	2.8	2.9	3.0	3.1	2.8
净利润率	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
净资产收益率	4.6%	5.5%	6.5%	7.5%	7.4%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
ROIC	1.5	1.8	1.9	1.7	1.5

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

连锁

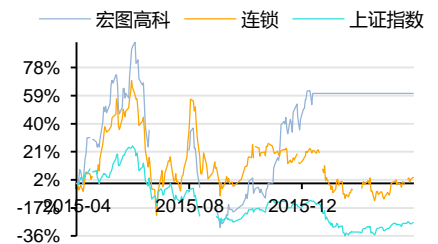
投资评级 买入-A  
调高评级

6个月目标价：23.36元  
股价(2016-04-11) 19.42元

### 交易数据

总市值(百万元)	22,336.85
流通市值(百万元)	22,264.51
总股本(百万股)	1,150.20
流通股本(百万股)	1,146.47
12个月价格区间	8.47/23.60元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-7.96	-0.57	104.83
绝对收益	0.0	0.0	81.17

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001  
liuzm@essence.com.cn  
021-35082336

张璐芳

报告联系人

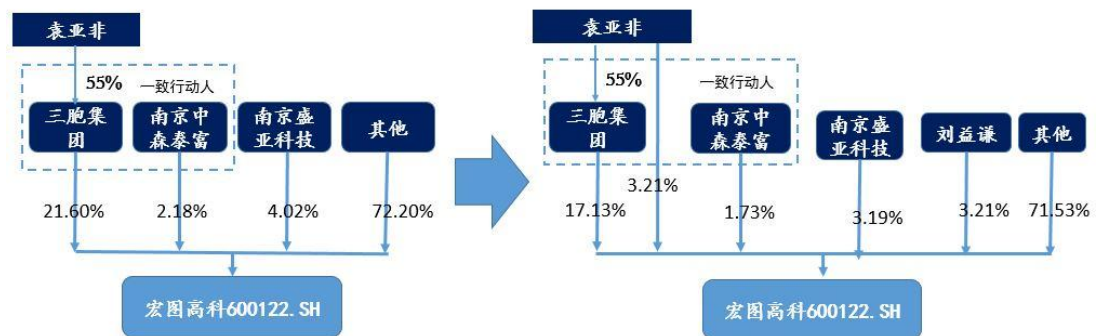
zhanglf2@essence.com.cn  
021-68766135

### 相关报告

- 宏图高科：宏图高科三季报：营收稳步增长，减持华泰证券助力业绩高速增长，外延内生多维布局打开想象空间 2015-10-30
- 宏图高科：牵手乐视谋共赢，战略合作谱新篇 2015-09-10
- 宏图高科：战略并购万威国际，协同效应助力转型发展 2015-02-27

定增收购匡时国际，袁亚非仍为公司实际控制人。4月8日，公司公告，定增预案，①收购资产：拟向匡时文化、董国强发行2.08亿元股，发行价格为13.01元/股，购买其持有的匡时国际100%股权（总作价27亿元）；②募集配套资金：拟向袁亚非、刘益谦发行不超过9305.21万股，本次发行价格16.12元/股，募集配套资金不超过15亿元。本次发行完成后，控股股东三胞集团（实际控制人袁亚非）持上市公司股份由21.6%变更为17.13%，袁亚非直接持有3.21%，刘益谦持有3.21%，三胞集团仍为公司的控股股东，袁亚非先生仍为本公司的实际控制人。

图 1：袁亚非为公司实际控制人



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：募投项目分析

序号	项目	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	连锁发展	67,100	52,000
	其中：连锁店面拓展	67,100	52,000
2	信息系统建设	13,000	10,000
	其中：全渠道 O2O 项目	4,800	3,200
	企业私有云平台项目	5,200	4,500
	客户大数据项目	2,000	1,500
	供应商关系管理(SRM)项目	1,000	800
3	增加资本金项目	10,000	10,000
	其中：补充国采支付资本金项目	10,000	10,000
4	匡时国际增设子公司项目	48,000	48,000
5	匡时国际艺术电商项目	27,000	27,000
6	支付中介机构费用	3,000	3,000
	合计：	168,100	150,000

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

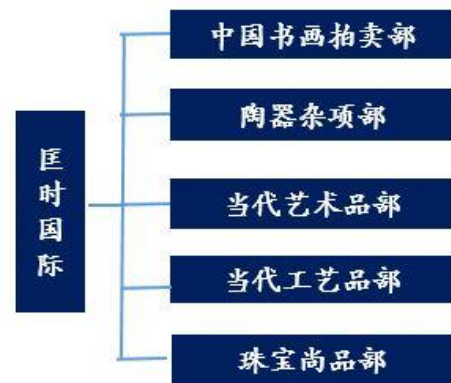
匡时国际：A 股唯一艺术品拍卖行，稀缺性极强。北京匡时国际拍卖有限公司成立于 2005 年 10 月，主要以拍卖中国古代、近现代书画，瓷玉杂项、当代水墨、现当代油画、雕塑等艺术品为主，并承接资产拍卖以及各类慈善拍卖。

图 2：匡时国际官网



资料来源：匡时国际官网，安信证券研究中心

图 3：第三方支付向基于交易的理财、融资营销等演进



资料来源：安信证券研究中心

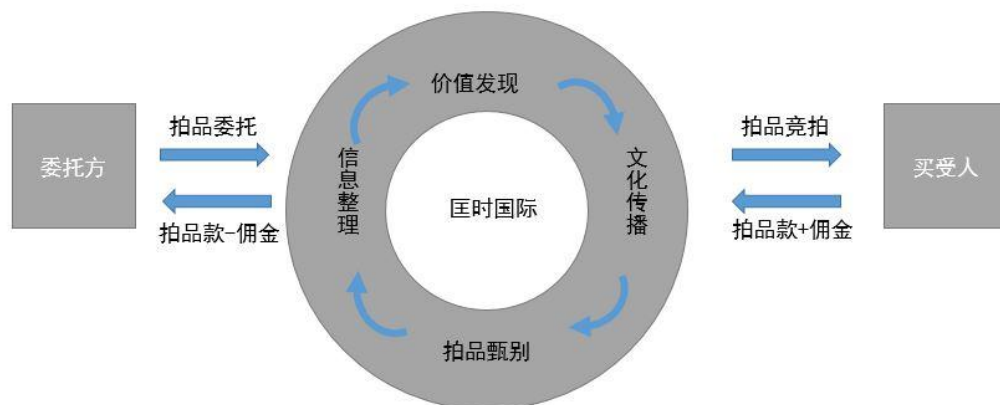
表 2：匡时国际大事记

时间	拍品及成交金额
2015 年春拍	国家一级文物“三宋”以 1.29 亿元领衔，其中《宋人摹郭忠恕四猎骑图》以 8050 万元刷新今春古代书画最高拍卖纪录；南宋《吕祖谦告身》、《司马伋告身》分别拍出了 2875 万元、2012.5 万元的成绩。
2014 年秋拍	成交 13.4 亿元；黄宾虹的《江山卧游图》成交价为 4830 万元，是艺术家个人作品拍卖纪录中排名第三的成绩；徐悲鸿《十二生肖册》也以 4600 万元成交，创造了徐悲鸿个人年度拍卖最高价纪录。
2014 年春拍	以 17.5 亿元收槌，书画夜场以 4.2 亿元领衔拍场，“澄道”——中国书画夜场拍得 3.06 亿元，首次推出的“畅怀”——中国书法夜场斩获 1.14 亿元，本场拍卖中石涛中年鼎盛期佳作《黄山紫玉屏》以 1610 万元成为本次春拍的冠军拍品，吴冠中《墙上秋色》和陈洪绶《炼芝图》均以 1380 万元成交。
2013 年	全年成交额达到 34.03 亿元，春拍 19.9 亿元圆满收槌，首次推出的“澄道”——中国书画夜场以 96% 的成交率、4.1 亿元的成交额；秋拍以 19.9 亿元圆满收槌，“澄道”——中国书画夜场以 4.15 亿元的成交额，过千万元的拍品有 24 件，并出现了 10 个白手套专场，北宋刻本《礼部韵略》以 2990 万元成交，黄胄《巡逻图》拍出了 4543 万元的价格再创佳绩。
2012 春拍	以 12.64 亿元稳健收槌，万众瞩目的过云楼藏书不负众望 2.16 亿元刷新了古籍拍卖的世界纪录，并入选中拍协年终十大行业事件。2012 秋拍南长街 54 号藏梁氏重要档案不负众望以 6709 万元全数成交。
2011 年	成交额超 40 亿元，其中春拍总金额突破 20 亿元，创历年最高单季成交纪录，吴冠中《网师园》以 5175 万元摘得本次春拍头筹；秋拍成交额 18.15 亿元，4 个白手套专场，24 件超千万拍品，更有元《崇真万寿宫瑞鹤诗唱和卷》破亿元大关，创元代书法拍卖纪录。
2010 年春拍	隆帝行书《洪咨夔春秋说论隐公作伪事》以 5712 万元成交，刷新乾隆御笔书法作品的拍卖纪录。此外，在宫廷艺术品、瓷器、玉器、古琴、油画、雕塑等领域，匡时也表现优异，多项纪录在匡时被刷新和改写；2010 年五周年秋拍总金额高达 15.6 亿元，7 个专场成交率达到百分之百，并出现了 27 件过千万的重量级拍品。其中四件王铎书法成交过亿，创造了王铎书法成交的世界纪录，清乾隆青花缠枝莲纹花瓶以 6680 万元创造当年国内瓷器秋拍最高成交价。

资料来源：匡时国际官网，安信证券研究中心

**盈利模式：**匡时国际作为艺术品拍卖公司，接受客户的委托，并通过专业的营销策划，经由艺术品拍卖活动撮合委托方和购买方成交，并通过向委托方和购买方收取佣金实现收入。

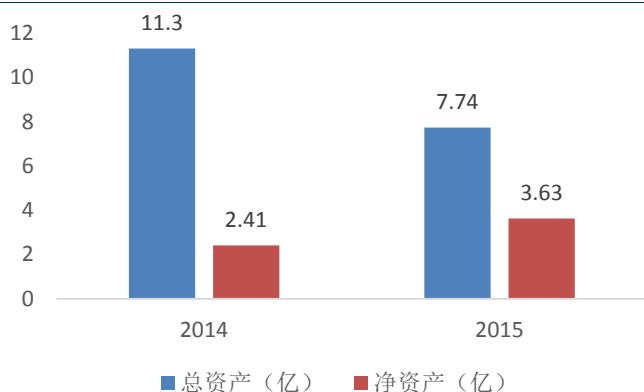
图 4：匡时国际业务模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

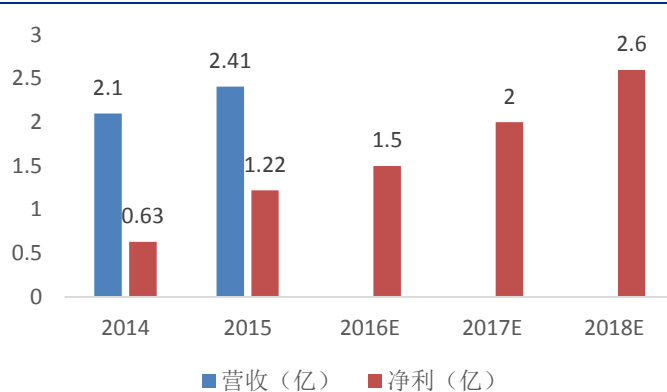
财务方面，公告显示，匡时国际截至 2015 年底，总资产 7.74 亿元，净资产 3.63 亿元；2014 年、2015 年年营收分别为 2.10 亿元、2.41 亿元，净利润分别为 6267.38 万、1.22 亿元，未来业绩承诺：2016-18 年扣除非归母净利分别不低于 1.5 亿元、2 亿元、2.6 亿元。

图 5：2014-2015 年匡时国际总资产、净资产



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：2014-2018 年匡时国际营收、净利



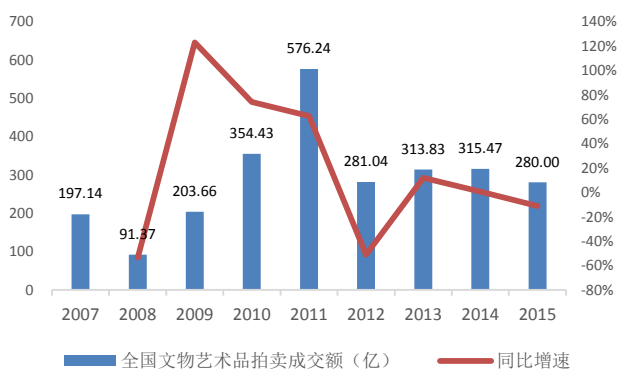
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

艺术品拍卖市场进入“新常态”，不断调整走实。中国拍卖行业协会数据显示，2015 年我国文物艺术品拍卖成交额为 280 亿元，2014 年我国文物艺术品成交额为 315.47 亿，其中中国书画成交额 205.96 亿，占当年文物艺术品拍卖成交额的 65%，瓷玉杂项、油画及当代艺术以及古籍碑帖成交额分别为 66.02 亿元、19.01 亿元以及 5.15 亿元。

2014 年我国文物艺术品拍卖行业营收 30.94 亿，利润率 33.71%。中国拍卖行业协会数据显示，2014 年，我国全国文物拍卖企业 396 家，注册资本 47.48 亿，从业人员 4280 人，全国共举办 911 场文物艺术品拍卖会，成交拍品 32.79 万件，成交额 315.47 亿元，行业主营业务收入 30.94 亿元，主营业务利润率 33.71%。

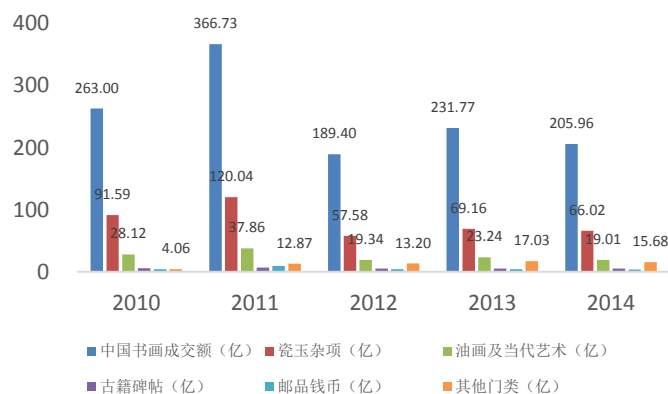


图 7：2015 年全国文物艺术品拍卖成交额为 280 亿元



资料来源：中国拍卖行业协会，安信证券研究中心

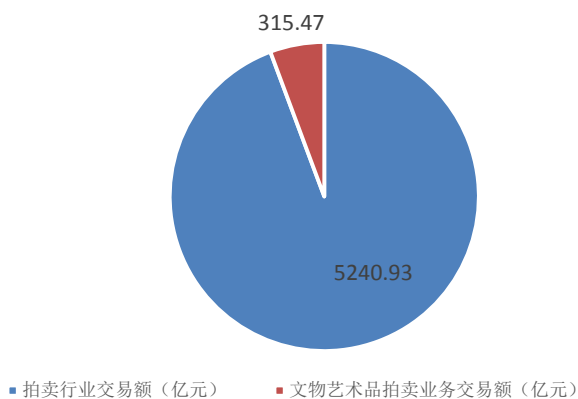
图 8：中国书画买拍占整体文物艺术品拍卖成交额比重较高



资料来源：中国拍卖行业协会，安信证券研究中心

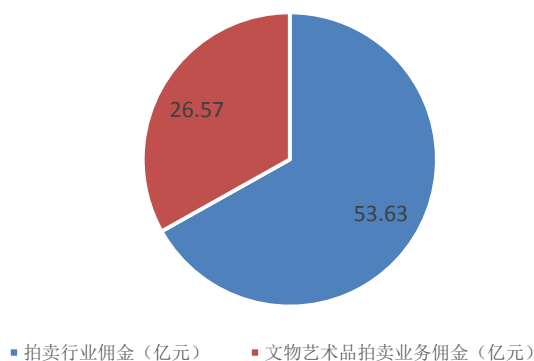
文物艺术品类拍卖佣金率 15.43%，高居拍卖行业之首。2014 年我国文物艺术品拍卖成交额占全行业 5.68%，佣金占比 33.13%。2014 年全国拍卖行业总成交额 5556.40 亿元，文物艺术品拍卖业务占全行业的份额为 5.68%，比 2013 年增长 0.67 个百分点，年度成交额下降幅度小于全行业。全国文物艺术品拍卖业务实收佣金（买卖双方）26.57 亿元，占拍卖行业整体佣金收入的 33.13%，与房地产拍卖业务并驱，成为拍卖行业佣金收入较大的两大板块。

图 9：2014 年文物艺术品拍卖成交额占全行业 5.68%



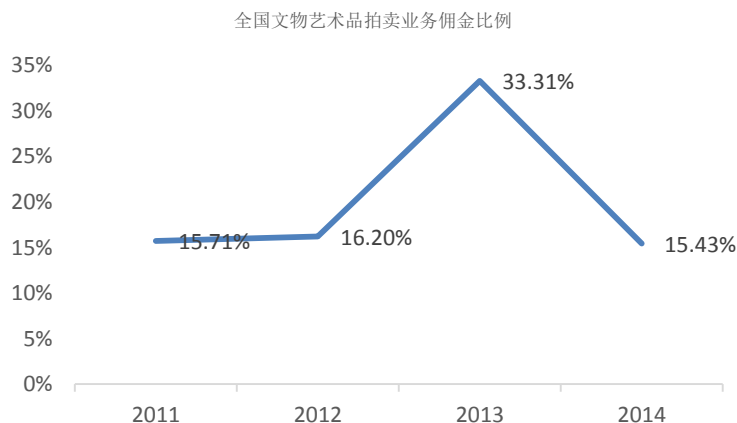
资料来源：中国拍卖行业协会，安信证券研究中心

图 10：2014 年文物艺术品拍卖佣金占全行业 33.13%



资料来源：中国拍卖行业协会，安信证券研究中心

图 11：2014 年文物艺术品拍卖佣金率为 15.43%

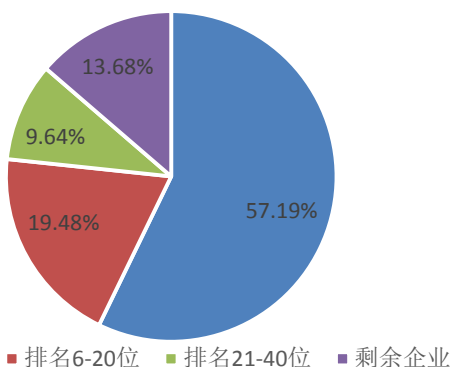


资料来源：中国拍卖行业协会，安信证券研究中心

文物艺术品拍卖行业呈现集中化趋势,2014年排名前10%的企业实收拍品款合计148.60亿元,占整个市场的86.32%,较上年增长1.88个百分点。其中排名前5名企业所占市场份额为57.19%,较13年上升1.30个百分点;排名6-20位企业所占市场份额为19.48%;其它企业所占市场份额为13.68%,较13年降低1.88个百分点。2014年在成交额过千万拍品中,四大企业占据数量与成交额最多,其中匡时国际成交额为3.17亿,占比7.18%。

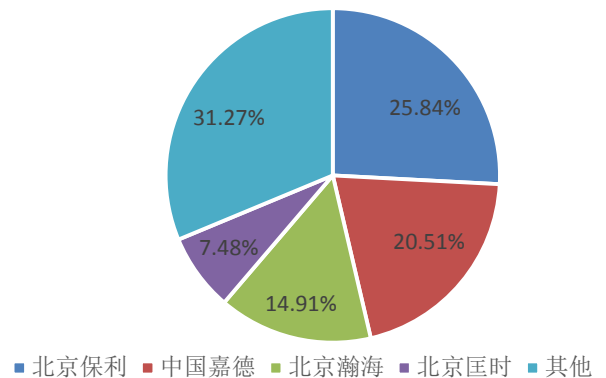
拍卖市场在2015年以后更加两极化,信誉差,没有成交能力的拍卖公司将会退出舞台,大型拍卖公司的地位将更加牢固。国内巨头将一定程度上挤压原本属于中小拍卖公司和地方性拍卖公司生存空间,作为行业内知名的拍卖公司,将迅猛发展,打造自己的拍卖体系。

图 12: 2014 年文物艺术品行业市场竞争份额



资料来源: 中国拍卖行业协会, 安信证券研究中心

图 13: 成交额千万拍品中, 四大企业占据数量与成交额最多



资料来源: 中国拍卖行业协会, 安信证券研究中心

表 3: 2014 年全国文物拍卖企业实收佣金前十五位

实收佣金排名	企业名称
1	中国嘉德国际拍卖有限公司
2	北京保利国际拍卖有限公司
3	西泠印社拍卖有限公司
4	北京瀚海拍卖有限公司
5	北京匡时国际拍卖有限公司
6	北京城轩拍卖有限公司
7	上海朵云轩拍卖有限公司
8	北京艺融国际拍卖有限公司
9	广东崇正拍卖有限公司
10	广州华艺国际拍卖有限公司
11	上海嘉禾拍卖有限公司
12	上海泓盛拍卖有限公司
13	北京荣宝拍卖有限公司
12	荣宝斋(上海)拍卖有限公司
15	北京华辰拍卖有限公司

资料来源: 中国拍卖行业协会, 安信证券研究中心

拍卖行作为一个服务性中介,其主要受益来源就是向买卖双方收取拍卖佣金,而在目前的执行惯例中,佣金的收取方式为按照落槌价的一定比例向买卖双方收取拍卖佣金,若单一标的的落槌价和一场拍卖会的总成交价越高,则拍卖行的佣金收入也就越高。

图 14：现行拍卖主要交易流程



资料来源：安信证券研究中心

具体来看，拍卖的主要流程包括：1、公司征集拍品，向卖家支付保证金；2、拍卖会举办前，有意向的买家支付保证金，取得举牌资格；3、拍卖会举办日，拍卖公司需退还未竞买成功者保证金；4、拍卖会举办后，竞买成功者支付拍品款，拍卖公司转移拍品所有权；5、竞买成功者支付拍品款后，拍卖公司向卖家支付扣除佣金、税款、保证金之外的拍品余款。

参与拍卖机构及个人金融需求多样，参与拍卖的法人除拍卖公司外，还有作为委托人、竞买人、买受人出现的企业、事业单位等法人机构；参与拍卖的自然人主要包括作为委托人、竞买人、买受人出现的艺术品藏家、艺术品爱好者、投资客等。

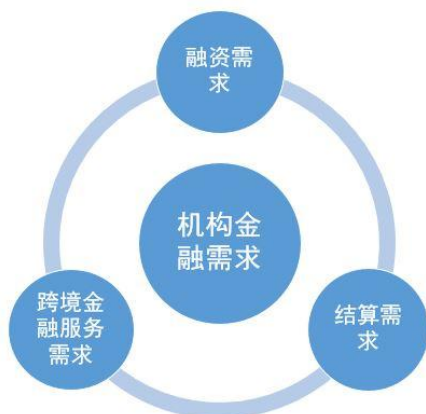
#### 机构金融需求：

(1) **融资需求**，拍卖公司从征集拍品支付保证金开始直至收到买受人支付的拍品全款，中间需要经历半年甚至更久的资金占用期，因此通常需要商业银行能够根据拍卖公司的经营规模、营运资金需求为其配比授信安排，同时在融资期限、还款安排等方面充分考虑企业的资金流转周期和用款特点。

(2) **结算需求**，拍卖企业结算流水金额巨大，交易对手及笔数众多，对合作商业银行结算体系的安全性、快捷性、便利性要求很高，同时希望能够支付较低的结算成本。此外，对于领军型拍卖公司而言，拍卖会举办期间拍卖现场的客流较大，需要承担巨大的现场现金收付、POS 收付保证金等结算压力。

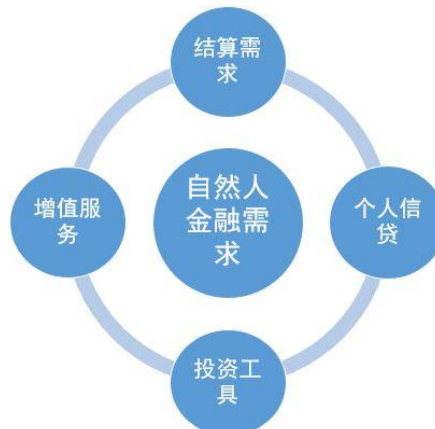
(3) **跨境金融服务需求**，艺术品藏家遍布全球各地，拍卖公司征集拍品的过程中常常需要远赴北美、欧洲等地去征集好的拍品，所以拍卖公司与藏家之间的结算也会涉及到国际汇兑业务，需要良好的国际清算网络和便捷的境内外支付结算体系。

图 15：机构金融需求主要由融资、结算等



资料来源：安信证券研究中心

图 16：个人金融需求主要由结算、信贷、投资等



资料来源：安信证券研究中心

#### 个人金融需求：

(1) **结算需求**，随着电子银行业务的发展，越来越多的个人客户开始习惯于使用电子化渠道接受远程结算服务，从而也要求商业银行能够不断丰富电子支付品种，提高结算平台的稳定性和实时性。

(2) **个人信贷**，可以分为短期融资需求和中长期融资需求，短期融资需求主要存在于保证金支付环节，客户为取得举牌资格，需要预先支付拍卖保证金，资金占压时间较短，通常为几天，金额不大；中长期融资需求主要是针对买受人，部分买受人成功竞拍艺术品之后，或者临时资金不足以支付拍品尾款，或者希望能够以竞拍获得的拍品出质获得现金从而提高资金流转使用效率，由此产生中长期的信贷需求。

(3) **投资&增值服务**，目前艺术品投资主要还是定位于富裕人群，随着大众对艺术品投资认识的逐步加深，个人客户对以艺术品为标的物的投资工具也产生了旺盛的需求，更多个人投资者也希望能够获得诸如艺术品鉴赏培训、市场走向及投资分析、艺术品保管等增值服务。

**完善金融消费场景，实现多维应用渗透。**公司本次收购匡时国际，一方面，为公司消费金融、供应链金融发展提供全新的文化交易应用场景，实现互联网金融战略相多维场景渗透，拓展金融服务产业链。由以上分析可以看出，拍卖参与者，无论是机构还是个人，都对金融服务有一定的需求诉求，因此本次收购匡时国际，将进一步丰富公司互联网金融产品客户，为其提供文化维度的应用场景，不断完善推进公司互联网金融战略，有效利用人流、商品流，借助消费金融或供应链金融产品实现盈利，同时不断增强公司综合竞争力。**另一方面，通过收购优质资产，推进多元化发展战略。**本次收购后，公司将进入文化艺术品和分销信息及技术服务行业，实现公司现有类金融业务、互联网支付与文化产业的有机融合。在丰富公司金融服务产品受众的同时，利用国家对文化产业的战略定位与大力扶持为该行业企业向更深层次的纵向发展的政策支持，积极拓展外延发展空间。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	17,472.1	18,714.4	21,287.8	23,344.6	25,164.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	15,872.3	17,125.8	19,495.2	21,318.4	22,982.8	营业收入增长率	9.8%	7.1%	13.8%	9.7%	7.8%
营业税费	220.5	128.3	145.9	160.0	176.2	营业利润增长率	31.9%	-1.9%	33.0%	11.9%	5.5%
销售费用	463.7	517.9	596.1	607.0	704.6	净利润增长率	32.3%	15.0%	14.2%	10.7%	10.7%
管理费用	259.7	341.3	344.9	373.5	453.0	EBITDA 增长率	19.5%	5.5%	1.6%	18.5%	0.8%
财务费用	270.9	299.6	134.7	216.2	173.1	EBIT 增长率	21.4%	2.3%	0.7%	19.9%	-0.1%
资产减值损失	-2.0	16.7	8.0	7.6	10.7	NOPLAT 增长率	28.4%	5.7%	-2.2%	19.9%	-0.1%
加:公允价值变动收益	0.2	-0.2	15.9	-4.0	-2.6	投资资本增长率	-11.1%	-7.3%	36.1%	11.5%	-4.3%
投资和汇兑收益	140.8	233.4	110.0	113.0	152.1	净资产增长率	36.4%	-0.7%	-3.6%	-2.5%	11.9%
<b>营业利润</b>	528.1	517.9	689.0	771.0	813.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	9.0	5.3	16.9	10.4	10.8	毛利率	9.2%	8.5%	8.4%	8.7%	8.7%
<b>利润总额</b>	537.1	523.2	705.8	781.4	824.5	营业利润率	3.0%	2.8%	3.2%	3.3%	3.2%
减:所得税	135.5	119.1	176.5	195.3	206.1	净利润率	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
<b>净利润</b>	366.8	421.7	481.7	533.3	590.2	EBITDA/营业收入	4.9%	4.8%	4.3%	4.6%	4.3%
						EBIT/营业收入	4.6%	4.4%	3.9%	4.2%	3.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	15	14	13	12	11
货币资金	4,557.5	5,684.0	5,109.1	5,135.8	5,284.5	流动营业资本周转天数	63	58	57	66	64
交易性金融资产	22.3	2.5	18.4	14.4	11.8	流动资产周转天数	250	254	258	246	236
应收账款	1,387.6	1,363.7	1,897.3	1,657.4	2,137.9	应收账款周转天数	28	26	28	27	27
应收票据	13.9	6.8	19.2	9.1	20.6	存货周转天数	76	64	74	77	71
预付账款	2,875.3	2,824.6	3,947.2	3,335.1	4,492.7	总资产周转天数	333	345	344	330	311
存货	3,392.3	3,232.9	5,539.9	4,408.7	5,577.5	投资资本周转天数	81	68	68	76	73
其他流动资产	517.2	504.2	342.3	454.6	433.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	3,992.0	3,198.7	4,655.0	3,926.9	4,291.0	ROE	4.6%	5.5%	6.5%	7.5%	7.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	2.2%	2.3%	2.9%	2.6%
长期股权投资	258.6	269.0	269.0	269.0	269.0	ROIC	14.4%	17.2%	18.1%	15.9%	14.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	694.8	749.7	773.7	742.9	734.5	销售费用率	2.7%	2.8%	2.8%	2.6%	2.8%
在建工程	2.6	6.5	6.5	6.5	6.5	管理费用率	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	1.8%
无形资产	62.6	68.9	60.1	50.3	43.7	财务费用率	1.6%	1.6%	0.6%	0.9%	0.7%
其他非流动资产	56.8	91.7	78.5	62.5	62.5	三费/营业收入	5.7%	6.2%	5.1%	5.1%	5.3%
<b>资产总额</b>	17,833.5	18,003.1	22,716.1	20,073.2	23,365.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,705.5	1,706.5	3,791.6	4,350.1	3,760.9	资产负债率	53.4%	54.2%	65.0%	61.4%	62.9%
应付账款	497.8	677.8	713.3	756.9	844.0	负债权益比	114.8%	118.4%	185.8%	159.0%	169.3%
应付票据	2,723.0	2,222.1	4,252.5	2,576.9	4,633.7	流动比率	1.74	1.87	1.41	1.48	1.44
其他流动负债	2,402.4	2,666.4	3,202.6	2,440.8	3,256.9	速动比率	1.28	1.43	0.95	1.05	0.99
长期借款	-	91.0	817.7	-	-	利息保障倍数	2.95	2.73	6.12	4.57	5.70
其他非流动负债	2,201.4	2,397.8	1,991.3	2,196.8	2,195.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	9,530.1	9,761.6	14,769.0	12,321.5	14,690.8	DPS(元)	0.04	-	0.04	0.05	0.05
少数股东权益	318.6	519.3	567.0	619.7	647.9	分红比率	12.5%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	1,146.5	1,150.2	1,150.2	1,150.2	1,150.2	股息收益率	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
留存收益	3,941.3	4,340.1	6,230.0	5,981.8	6,877.0						
<b>股东权益</b>	8,303.4	8,241.5	7,947.2	7,751.7	8,675.1						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	401.6	404.2	481.7	533.3	590.2	EPS(元)	0.32	0.37	0.42	0.46	0.51
加:折旧和摊销	79.9	102.1	89.8	95.5	105.0	BVPS(元)	6.94	6.71	6.42	6.20	6.98
资产减值准备	-2.0	16.7	-	-	-	PE(X)	60.9	53.0	46.4	41.9	37.8
公允价值变动损失	-0.2	0.2	15.9	-4.0	-2.6	PB(X)	2.8	2.9	3.0	3.1	2.8
财务费用	307.3	349.0	134.7	216.2	173.1	P/FCF	12.6	28.6	13.5	3,042.1	126.2
投资损失	-140.8	-233.4	-110.0	-113.0	-152.1	P/S	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
少数股东损益	34.8	-17.5	47.6	52.7	28.2	EV/EBITDA	4.6	20.1	21.5	18.8	17.6
营运资金的变动	-6.7	531.6	-1,204.9	-557.9	205.3	CAGR(%)	13.4%	15.2%	19.7%	13.4%	15.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	409.8	514.0	-545.2	222.8	947.0	PEG	4.5	3.5	2.4	3.1	2.5
投资活动产生现金流量	-377.0	231.6	-1,483.0	794.2	-296.7	ROIC/WACC	1.5	1.8	1.9	1.7	1.5
融资活动产生现金流量	950.1	355.7	1,453.3	-990.2	-501.6	REP	0.7	2.9	2.2	2.3	2.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘章明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼

邮编：200122

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034