

宏图高科 (600122)

深沪艺术品拍卖第一股，转型新奇特和消费金融

增持（首次）

2016年6月14日

投资要点

- 艺术品拍卖第一股，上市有助品牌提升：**公司总作价 27 亿元购买匡时国际 100% 股权，成为深沪市场的艺术品拍卖第一家公司，具有稀缺性。匡时在国内艺术品拍卖市场上排名第三，其承诺 16 年、17 年利润不低于 1.5 亿、2 亿元。艺术品拍卖市场与经济、流动性关联度较高，近两年回归“新常态”，去年成交额下降 15%，今年有企稳回升的趋势。行业预计会向“集中度提升”和“商业模式升级”发展。目前拍卖盈利模式是交易佣金，以及差价款；未来会向资产管理服务和金融化方面发展。匡时借助上市公司的品牌和资金支持，有望在行业转型中占有先机；匡时 2016 年春拍实现 25.6 亿元成交量，创历史新高，今年净利润有望超预期。
- 3C 零售的发展基础上，转型“新奇特”：**3C 零售连锁系公司的核心主业与传统业务，其业务收入近三年占比保持在 80% 左右，并以统一的“宏图三胞”商标自营。宏图三胞将向“新奇特、高科技、互联网”新的品牌定位；大力拓展在智能穿戴、智能家庭以及健康运动等品类方面的新奇特产品，重点加大 Brookstore 产品品类；预计毛利率有显著提升。集团拥有大量相关优质资源。
- 积极布局消费金融：**公司全年 100% 股权收购国采支付，国采支付拥有央行颁发的互联网支付，移动支付和电话支付的第三方支付牌照。国采支付目前围绕集团内部优势资源，为供应链上企业和消费者建立账户体系，满足各业务在线上线下的经营需求，构建完整的闭环体系，力争围绕集团资源打造“入口、资金、账户、数据”的生态圈体系。预计业务量预计达到 500-800 亿。匡时文化有文化消费场景，公司集团有个人消费金融场景，3C 产品的供应链体系。通过支付的连接，有望在公司消费金融、供应链金融方面实现大的突破，实现业务和利润的双赢。

投资建议

考虑本次定增事项，我们预计公司 16-17 年备考利润为 5.8 亿、6.22 亿，对应 EPS 分别为 0.40 元、0.43 元；同时，公司持有华泰证券和江苏银行股票市值 31 亿元左右。考虑到艺术品拍卖公司在资本市场的稀缺性和公司的积极转型，给予公司“增持”评级。

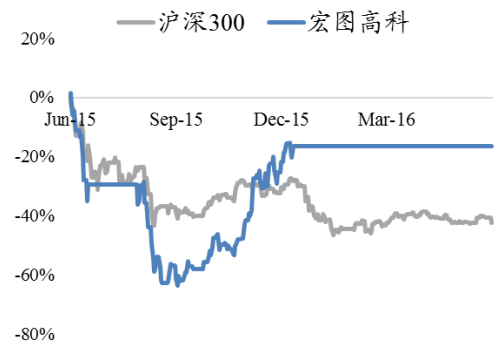
风险提示：1) 收购进展不及预期；2) 消费金融布局低于预期。

证券分析师 戴志锋

执业资格证书号码：S0600516040001

daizf@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2016年6月13日)

收盘价 (元)	19.38
市盈率 (2015)	52.48
市净率 (2015)	2.89
流通 A 股市值 (百万元)	22219

基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	6.71
资产负债率 (%)	54.22
总股本 (百万股)	1150
流通 A 股 (百万股)	1146

相关报告

目 录

1. 沪深艺术品拍卖第一股	4
1.1. 艺术品拍卖的商业模式	4
1.2. 艺术品拍卖公司的核心竞争力	4
1.3. 艺术品拍卖商业模式的转型	5
1.4. 艺术品拍卖市场分析：3-5 年一个周期	5
1.5. 匡时国际公司分析	6
1.6. 匡时十周年春拍 25.6 亿元，创历史新高	8
2. 零售转型“新奇特”	9
2.1. “新奇特”是公司零售转型方向	9
2.2. 大股东集团有大量相关优质资源	10
2.3. 让门店重回流量入口，宏图具有示范性	10
3. 用支付打通消费场景，积极布局消费金融	11
3.1. 公司拥有互联网支付牌照，线上发展空间巨大	11
3.2. 公司用支付打通各类场景	12
3.3. 宏图有多元化的金融和支付场景	13
3.4. 公司未来以支付为依托，在多个领域发展消费金融	14

图表目录

图表 1: 匡时国际经营模式.....	4
图表 2: 拍卖流程.....	4
图表 3: 2010 年以来 10 家拍卖公司各季成交趋势图.....	6
图表 4: 匡时国际股权结构.....	7
图表 5: 匡时春拍: 蒋廷锡《百种牡丹谱》1.51 亿.....	8
图表 6: 匡时春拍: 龚贤《行书自作词》, 成交价: 3622.5 万元.....	9
图表 7: 5 个大区域 100 家新店实施计划.....	9
图表 8: 公司信息系统.....	11
图表 9: 第三方支付牌照发放情况.....	11
图表 10: 第三方支付公司基于支付业务的业务延伸.....	12
图表 11: 2014Q3-2015Q3 中国第三方移动支付市场交易规模.....	12
图表 12: 线上直连银行清算方式.....	13

1. 沪深艺术品拍卖第一股

1.1. 艺术品拍卖的商业模式

艺术品拍卖就和房屋中介一样，赚取双方的佣金，佣金的多少一般是固定的，正常情况下两头佣金在百分之七到百分之十五不等。委托方和买方有议价能力，会有相应的优惠，适当降低佣金点数。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，经营模式如下图所示：

图表 1：匡时国际经营模式



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：拍卖流程



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 艺术品拍卖公司的核心竞争力

1) **拍品征集能力和资源。**高质量拍品是拍卖行的立身之本。艺术品数量本身就有限且不会增多，好东西更少。很多有重要藏品的藏家是各家拍卖行竞争的对象，至于给哪家就要看关系和信任了。

2) **买家资源。**好的拍品得有资金量足够且识货的人接住。经济不好

时，拍卖行可以找有实力的买家来救场买重要拍品，甚至私下洽购接下的流拍拍品，保证拍卖的成交率。

3) 对艺术品的研究能力。包括但不限于文化内涵、作者、著录、历史传承等。随着藏家越来越重视拍品文化内涵，挖掘细致有亮点是拍卖行提升价格的重要能力。

4) 信誉和宣传能力。信誉是中介的生命线，卖出假东西去圈内一传就毁掉了。对重要拍品好的宣传可以大幅提高知名度，增加拍卖行的信誉和拍卖品的价格。

1.3. 艺术品拍卖商业模式的转型

目前盈利模式。主要是佣金，以及差价款。别人委托标的，卖掉挣佣金，便宜的标的，自己的关联机构买了挣差价。拍卖公司向买家佣金 15% 左右，金额大的可能会有优惠，买家佣金打折非常严格；卖家佣金 0-8%，差别比较大。

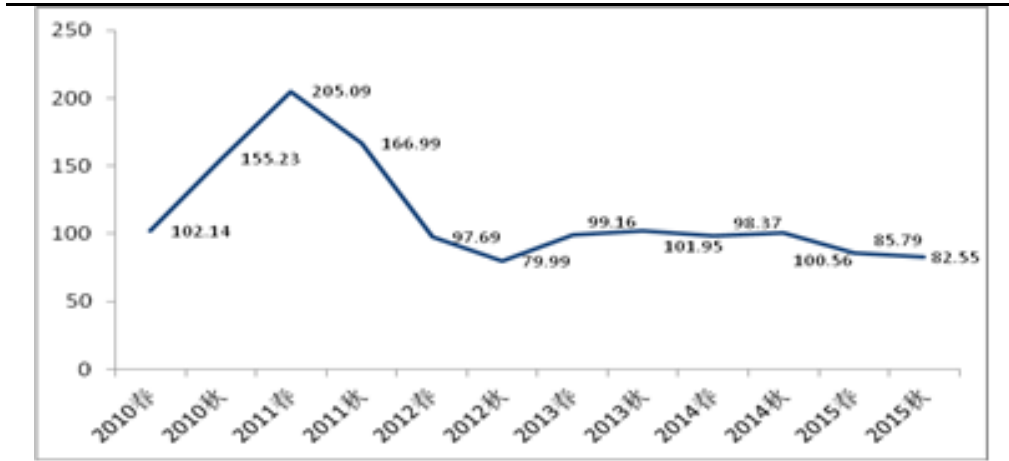
未来阶段是资产管理服务，由拍卖公司转向资产管理公司，不好的标的，通过一系列的工作，把瑕疵处理掉，实现增值。包括以后的金融化，引入金融概念，例如短期资金安排。艺术品的参与者是高净值客户，金融方面有增值空间。

拍卖模式的变化。部分拍卖公司开始尝试“常态化”、“亲民化”、“高效化”、“低成本化”、“专题化”的拍卖活动，并开始注重培育具有广阔空间的艺术消费市场。同时借用互联网技术和平台，开展相关服务活动，并尝试网络拍卖、微信拍卖，这些方式成为了传统拍卖的重要补充。

1.4. 艺术品拍卖市场分析：3-5 年一个周期

行业状况。截至 2015 年 12 月底，我国文物拍卖企业达 436 家企业，从业人员 6000 多人，年成交额 300 余亿元。近 4 年来，10 家公司年度成交总额稳定在 150 亿-200 亿元之间，全国文物艺术品拍卖总成交额基本稳定在 300-380 亿元之间，这或许是中国新常态下文物艺术品拍卖市场的基本规模。

图表 3：2010 年以来 10 家拍卖公司各季成交趋势图



资料来源：Wind，东吴证券研究所

艺术品拍卖回顾：三到五年一个周期。从历史看，我国拍卖市场三年到五年一个周期。国内的拍卖从 94 年开始，当时港台买家为主，国内买家少，拍卖成交额很低。95 到 97 年，国内参与人数开始增加。97 年之后，金融危机对艺术品收藏影响最大的就是台湾，市场出现了下降，一直持续至 2000 年，2000 年之后单场拍卖成交额 1 个亿左右。2003 年非典之后至 2005 年，艺术品拍卖出现了爆发性增长。2005 年出现了一个小低谷，经过几年盘整之后，2011 年又出现了一个爆发，2011 年春拍成交 205 亿元（前 10 家）。从 2012 年开始市场又出现调整至今，艺术品拍卖总成交额稳定在 300-380 亿元之间。

去年下滑 13%。以北京保利、中国嘉德、北京匡时、杭州西泠、北京翰海、广东崇正、上海朵云轩、北京诚轩、北京荣宝、北京华辰等 10 家拍卖公司为样本，《中国拍卖行业协会 2015 年文物艺术品拍卖市场情况分析》报告显示，2015 年市场规模较上年有所下调，上拍量下降 13.96%、成交量下降 13.40%、成交额下降 15.38%。

市场结构分析。从市场结构上看，近现代和当代书画的缩水直接拉动整体市场下滑；古代书画、油画及当代艺术、宫廷艺术、佛教艺术保持稳定增长，名人信札等新门类逐节攀升。从需求结构上看，大资金依然锁定名家巨作，老藏家理性出价，新买家偏好多元。

拍卖市场与宏观经济关联度高，未来预计平稳。观察 6 年的艺术品拍卖数据，与实体经济预期和流动性的关联度较高，文化价值的判断也基于对国家经济实力的判断。拍卖金额未来会平稳上升。

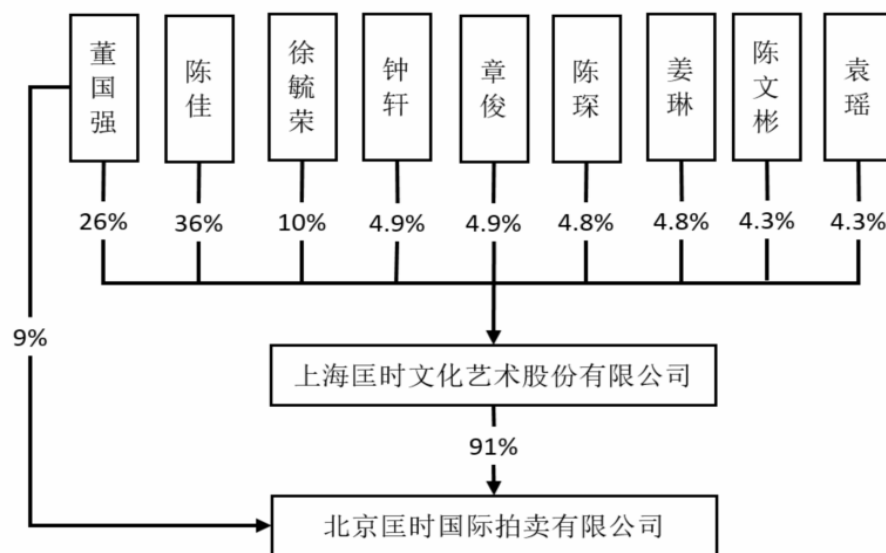
1.5. 匡时国际公司分析

匡时国际目前排名第三。匡时国际内地排名第三大文物艺术品拍卖公司，位居行业第一梯队。如果该交易顺利完成，匡时国际将成为 A 股

市场上第一笔拍卖行业资产。公司主要以拍卖中国古代、近现代书法、绘画、瓷器玉器、古董珍玩、油画雕塑等为主，自 2005 年成立至今十年经营中，累计拍卖成交拍品数量有 53279 件，拍卖成交额累计为 208.9 亿元。据财报显示，截至 2015 年末，匡时国际资产总额 7.74 亿元，所有者权益 3.63 亿元；其 2014 年度和 2015 年度分别实现营业收入 2.10 亿元、2.41 亿元，净利润分别为 0.63 亿元和 1.22 亿元。

股权交易情况。公司 27 亿购买匡时 100% 的股份，股份发行价格为 13.01 元/股，发行股份数量合计 3 亿股。匡时国际承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 15,152.89 万元、19,936.73 万元、26,151.96 万元。

图表 4：匡时国际股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司财务分析：1) 高毛利率。匡时国际 2015 年营业收入 2.4 亿元，营业利润 1.58 亿元，毛利率达到 65.8%；2014 年度，其毛利率约 39%。在利润承诺中，毛利率数据都在 65% 左右。**2) 其他应收款是行业惯例。**匡时国际 2015 年末资产总额较 2014 年年末下降 3.55 亿元，降幅达到 31.5%。资产大幅下降主要是因为公司其他应收款较 2014 年末下降 4.46 亿元。其他应收款主要为预付拍品款，即支付给委托方的款项大于收到买受人的款项，另外还包括押金、备用金等。其他应付款主要为待结算拍卖款，即收到买受人款项大于支付给委托方的款项。另外也包括收取的竞买人的保证金等款项。2015 年公司加大该类的催款力度。

匡时的优势：1) 专业性。拍卖公司要维护自己的口碑，拍品出现问题会承担责任。匡时国际在书画，瓷杂和中国当代油画拍卖方面有优势。市场相信匡时专业，团队专业性和热情度受到认可。匡时于 2005 年 10 月成立，一成立就被人关注，成立的第四年排名到全国第三，一直保持到现在。**2) 增强客户粘度。**目前，公司增加了珠宝，手表，酒类品类的拍

卖。增加品种，一方面增加公司赢利点，另一方面强客户的粘度。

1.6. 匡时十周年春拍 25.6 亿元，创历史新高

成交量大增。6 月，北京匡时十周年春拍共成交 25.58 亿元，共出现了 4 个白手套专场和 40 件过千万的拍品，创历史新高。本季拍卖重磅推出的九大品牌夜场总成交 18.3 亿元，其中六大书画夜场共斩获 13.78 亿元；瓷玉工艺品夜场、现当代艺术夜场分别取得了 3.23 亿元和 6105 万元的成绩；首次推出茶叶夜场也拍得 6881 万元。拍卖品类进行了丰富。

图表 5：匡时春拍：蒋廷锡《百种牡丹谱》1.51 亿



资料来源：东吴证券研究所

夜场专题拍卖模式。2016 年春拍，中国书画板块除已经得到市场与藏家认可的“澄道”古代绘画和近现代绘画夜场外，还隆重打造了“齐白石书画夜场”和“清代宫廷书画夜场”，并特别在“畅怀”书法夜场的基础上全新开辟古代书法夜场和近现代书法夜场两个品牌专场。事实证明，这种精耕细作和专业规划的方式获得了藏家和业界的认可与肯定。六大夜场共成交 13.78 亿元。

图表 6：匡时春拍：龚贤《行书自作词》，成交价：3622.5 万元



资料来源：东吴证券研究所

今年利润有望超预期。今年春拍预期成交额 25.6 亿个亿，十周年秋拍，估计也将有 20 亿左右的成交额。秋拍是 12 月，收款结算有一部分会计入下一年。所以 2016 报表的业绩主要是春拍以及去年 4 季度的业绩，春拍成交金额大增，16 年利润有保障，今年利润预计有可能到达 2 个亿以上。

2. 零售转型“新奇特”

2.1. “新奇特”是公司零售转型方向

公司以新奇特产品为牵引，全面实施公司战略转型。未来新的经营模式将定位于快时尚、体验化、智能化、趣味化、专业化、高毛率的新奇特产品。公司计划在华东、华北、西南、华中、华南五大区域的一、二线城市发展 100 家连锁店，预计新增连锁店面积 6 万平方米。例如 SmartLiving 炫酷潮品活动方式，于成功导入宏图三胞全国各大主力店面，SmartMall 这种场景化、专业化、差异化、数字化的 O2O 全渠道销售服务模式模式的尝试，为宏图三胞 BrookStore 中国开店奠定了坚实基础。

图表 7：5 个大区域 100 家新店实施计划

区域	新店计划	其中旗舰店	面积（平方米）
华东	40	22	24000
华中	15	6	9000
西南	10	6	6000
华北	25	13	15000
华南	10	5	6000
总计划	100	52	60000

资料来源：Wind，东吴证券研究所

新奇特品是市场未来方面。2015 年国内 3C 产品销售持续走低，台式机、笔记本、平板电脑等主要品类销售量均大比例下滑。而以智能可穿戴

戴设备为代表的高毛利新品类产品，市场规模在 2015 年开始进入快速增长期，其中，智能手机销售增长超过行业增速、可穿戴设备、移动摄像头、无人机等创新产品的销售增速都在 100% 以上，预计未来创新类和智能类产品，将成为市场的主要增长点。

新奇特品将使门店成为重要场景。公司把新奇特品类引进为载体，实施店面转型发展。通过以新奇特、智能产品及设备、专业化服务、金融服务和健康医疗等为主要的经营产品，深耕场景化经营，增强体验互动，使门店成为重要场景和 O2O 导流入口。

2.2. 大股东集团有大量相关优质资源

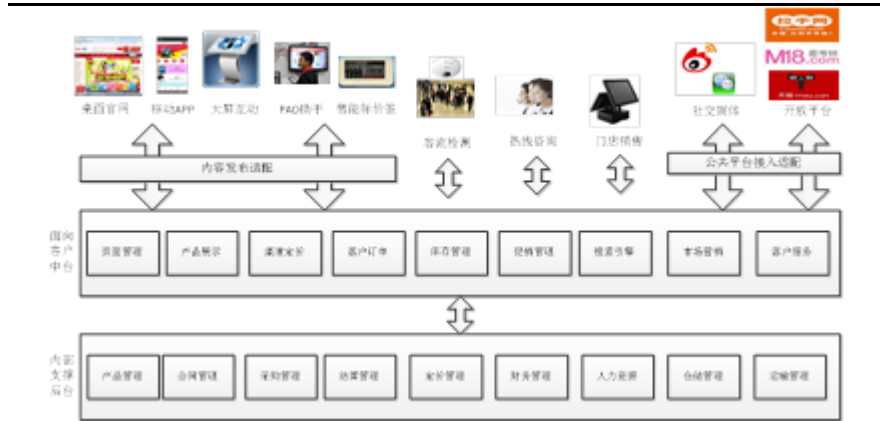
公司的大股东集团积极布局该领域。2014 年，三胞集团与赛领资本、GE Capital 合作收购运营 Brookstone，将利用自身渠道优势，帮助 Brookstone 开拓中国市场。美国 Brookstone 成立于 1965 年，是全世界最专业的“新奇特”产品连锁企业。目前，Brookstone 通过目录邮购、电话订购、网站等方式，供应各种功能多、质量好、设计独特新奇、在市面上较难找的消费产品，同时还运营 300 多家零售店，主要分布在美国国内及波多黎各多个高级商场、时尚家居中心及最繁忙的机场内。Brookstone 进入中国后，除主要在机场和高铁站开设独立店外，还将在宏图三胞、乐语通讯中开设店中店，加速宏三、乐语的转型升级。

2.3. 让门店重回流量入口，宏图具有示范性

门店重回流量入口。目前，国内不是商业过剩，而是有场景体验的项目严重缺乏。因此，公司通过新奇特、场景、渠道，即通过以新奇特、智能产品及设备、金融服务和健康医疗等产品，深耕场景化经营，增强体验互动，使线下门店成为流量的入口，引导人流重回线下，为传统零售在互联网时代探索一条转型升级的路径。从这个意义上说，宏图的转型应该具有行业示范效应。

公司零售的信息化建设。公司优化了 CRM 系统建设，电子会员销售管理和门店、区域绩效考核，实时跟踪门店店长动态绩效并及时激励；优化电商 EPM 开发，实现实时动态指标监控，以支持渠道业务发展。目前，宏图三胞已经构筑了一个以 SAP-ERP 为核心的，基于 CRM、BI、SCM、OMIS、WMS、EPM、APP 等一体的信息化体系，提高了企业适应快速变化的能力。

图表 8：公司信息系统



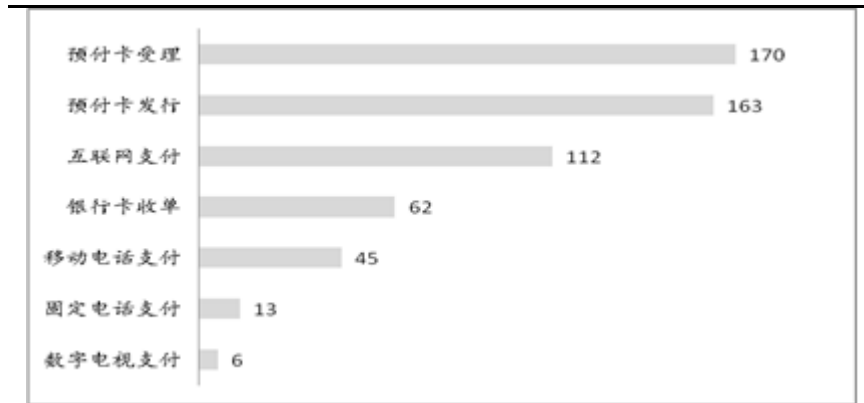
资料来源：Wind，东吴证券研究所

3. 用支付打通消费场景，积极布局消费金融

3.1. 公司拥有互联网支付牌照，线上发展空间巨大

公司拥有互联网支付牌照，牌照是稀缺资源。公司去年 100% 收购国采支付，国采支付具有互联网支付和移动支付牌照。从事第三方支付业务必须取得中国人民银行颁发的《支付业务许可证》。截至 2016 年 5 月，央行仅颁发了 270 张第三方支付牌照，且大部分牌照的业务类型为预付卡发行与受理。

图表 9：第三方支付牌照发放情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

第三支付的盈利模式。一是主流的商业模式则是向商户收费的模式，包括接入费用，服务费等，以及最主要的是交易佣金：商户根据具体的交易情况向第三方支付平台支付的佣金费用。一般按交易金额的 0.6%-1% 左右的比例付费，有多种佣金收取方式，相对较为灵活，适合不同规模的商户。二是基于支付业务的延伸服务收费，见下表：

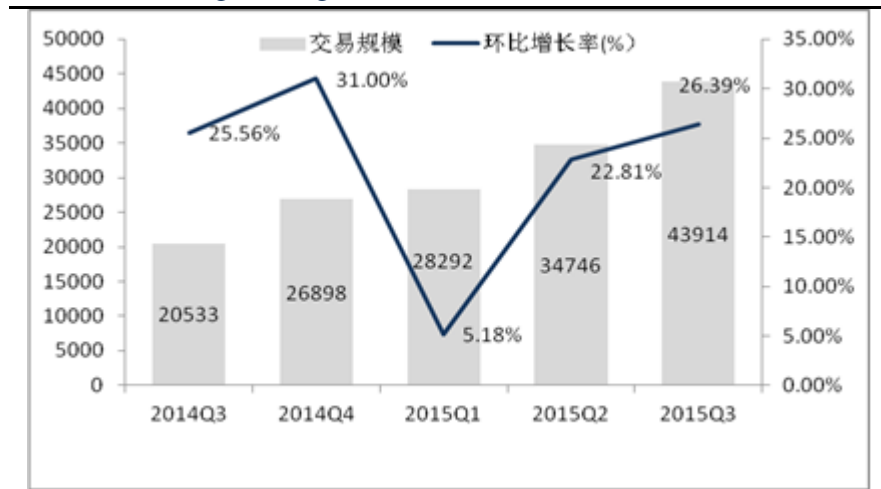
图表 10：第三方支付公司基于支付业务的业务延伸

延伸方向	具体业务	数据及资源需求
向前	POS 贷	过往交易流水、企业上游供应商基本信
	小贷融资	息、企业基本信息、企业间所属行业基
	企业理财	础数据；线下收单机具规模、金融企业
	财务咨询	合作伙伴资源、风控合作伙伴资源
向后	线上营销	企业目标市场数据、企业目标客户属性
	市场推广	及行为；数据、用户使用偏好变动情况
	战略规划	数据、企业自身生产数据；电商平台合
	电子商务解决方案	作伙伴资源、C 端用户资源

资料来源：Wind，东吴证券研究所

线上支付还还处于高速发展期。第三方支付是现代金融服务业的重要组成部分，既是我国互联网经济高速发展的产物，同时也是我国互联网经济高速发展的底层支撑力量和进一步发展的推动力。伴随以电子商务为代表的线上经济和移动互联网时代 O2O 的爆发，第三方支付行业亦迎来爆发式增长。中国网络支付场景的不断丰富，以及金融创新的活跃，为线上支付行业的发展提供了良好的交易环境。网络经济整体预计未来将保持较高增速持续增长。

图表 11：2014Q3-2015Q3 中国第三方支付市场交易规模

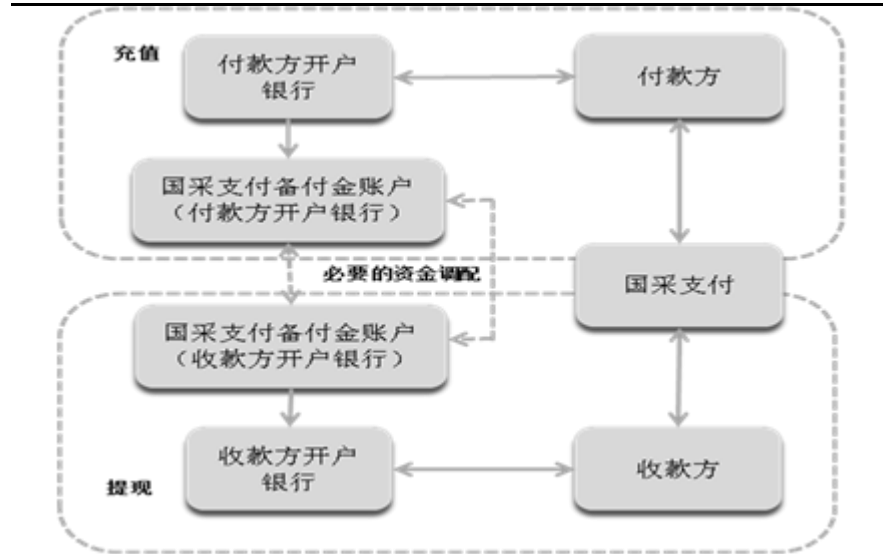


资料来源：易观智库，东吴证券研究所

3.2. 公司用支付打通各类场景

支付是构成“商业运营-场景搭建-支付完成”完整闭环的核心要素之一。在互联网大数据时代，用户的支付数据是价值密度最好的数据源之一，作为重要的交易支付通道，第三方支付机构掌握大量交易数据，支付公司的价值不仅体现在支付业务本身的盈利能力中，更凝聚在其沉淀的支付数据和用户资源，并通过向企业和消费者两个方向服务延伸加以变现。

图表 12：线上直连银行清算方式



资料来源：Wind，东吴证券研究所

支付打通宏图的消费场景。宏图三胞零售店面积聚了充足的线下资源，为线下的体验式消费提供了场景支持。未来作为直接连接用户的第三方支付，手中掌握了大量用户数据、消费数据。如果推出自己的支付系统，用户在宏图的购物行为就全部在其体系之中，宏图就能获得更多用户信息。

未来宏图能实现综合化的业务布局。结合了线下的消费场景，运用场景内的丰富数据形成价值独特的金融服务，服务于场景内的用户和商户，继而拉动消费规模的提升。而这也正是线上平台所不具备的特有优势。宏图集合多元化产业集群，带来了规模化的消费场景。未来第三方支付将朝着行业细分和渠道下沉的方向发展，与宏图集合多元化产业集群结合，形成综合化的业务布局。

3.3. 宏图有多元化的金融和支付场景

零售消费场景。宏图三胞零售店面积聚了充足的线下资源，为线下的体验式消费提供了场景支持。国采通过与线下实体的整合，一方面，打造 O2O 商业生态场景体系，并在这个过程中丰富移动支付工具。同时，国采可以借助线下资源走向 C 端。

供应链金融场景。公司 3C 连锁企业宏图三胞建立了以信息流、物流、资金流“三流合一”为核心的供应链模式，实现了由大型制造商与大型零售商的集约化协同发展，推动了零售产业链的扁平化，并由此走上了精细化管理的发展道路，使厂家、商家、客户三者共赢发展。宏图三胞已陆续与国内外近百个 3C、新奇特品牌，宏图三胞已陆续与国内外近百个 3C、新奇特品牌，以及运营商建立稳定、深层的战略关系。为发展供应链金融提供坚实的基础。

文化消费金融场景。匡时国际内地排名第三大文物艺术品拍卖公司，位居行业第一梯队。拍卖的未来趋势是金融化。

3.4. 公司未来以支付为依托，在多个领域发展消费金融

支付依托，发展多元金融。公司全年100%股权收购国采支付，国采支付目前围绕集团内部优势资源，为供应链上企业和消费者建立账户体系，满足各业务在线上线下的经营需求，构建完整的闭环体系，力争围绕集团资源打造“入口、资金、账户、数据”的生态圈体系。预计业务量预计达到500-800亿。匡时文化有文化消费场景，有个人消费金融场景，供应链，通过支付的连接，有望在公司消费金融、供应链金融方面实现大的突破。公司积极拓展各类业务领域，通过支付结算业务，在信息流、支付流、供应链物流、资金流等领域积累了大量资源，为发展新型消费信贷、第三方理财等互联网金融业务奠定了基础。

持有大型金融机构股票市值31亿元左右。公司年报披露，公司持有华泰证券股份有限公司流通股份137,403,149股；持有江苏银行0.96%的股份。江苏银行年报披露其净资产65,116,969,000元。总体估算，持有华泰证券和江苏银行股票市值31亿元左右。

宏图高科财务与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015	2016E	2017E	会计年度	2014	2015	2016E	2017E
流动资产	12811	13619	17235	18448	营业收入	17472	18714	20880	23559
现金	4557	5684	5997	6891	营业成本	15872	17126	19121	21514
应收账款	924	886	1048	2161	营业税金及附加	221	128	144	163
其他应收款	464	478	428	287	营业费用	464	518	585	613
存货	3392	3233	5548	5381	管理费用	260	341	338	377
其他流动资产	3473	3338	4215	3728	财务费用	271	300	-9	15
非流动资产	5067	4384	9397	8536	投资净收益	141	233	125	59
长期投资	259	269	269	269	营业利润	528	518	833	930
固定资产	695	750	1757	1856	营业外净收支	9	6	17	10
无形资产	63	69	60	51	利润总额	537	523	850	941
其他非流动资产	4051	3297	7311	6361	所得税	136	119	213	235
资产总计	17878	18003	26632	26984	净利润	402	404	638	706
流动负债	7386	7273	10325	9940	少数股东损益	35	-17	57	84
短期借款	1706	1707	1770	1770	归属母公司净利润	367	422	580	622
应付账款	379	538	765	861	EBITDA	879	920	964	1138
其他流动负债	5301	5028	7790	7309	EPS (元)	0.32	0.37	0.40	0.43
非流动负债	2201	2489	3161	3255					
长期借款	0	91	807	827	主要财务比率				
其他非流动负债	2201	2398	2354	2428	会计年度	2014	2015	2016E	2017E
负债合计	9587	9762	13486	13195	营业收入	9.8%	7.1%	11.6%	12.8%
少数股东权益	319	519	577	660	营业利润	31.9%	-1.9%	60.9%	11.6%
股本	1146	1150	1451	1451	归属于母公司净利润	32.3%	15.0%	37.6%	7.2%
资本公积	2063	2086	5985	5985	毛利率(%)	9.2%	8.5%	8.4%	8.7%
留存收益	277	2254	2837	3401	ROE(%)	4.6%	5.5%	5.6%	5.7%
归属母公司股东权益	7972	7722	10289	10869	ROIC(%)	14.8%	17.1%	8.3%	9.1%
负债和股东权益	17878	18003	24351	24724	资产负债率(%)	53.6%	54.2%	55.4%	53.4%
					流动比率	1.73	1.87	1.67	1.86
现金流量表					速动比率	1.27	1.41	1.12	1.29
					总资产周转率	1.95	1.04	0.94	0.88
					应付账款周转率	83.68	37.32	29.35	26.47
					每股指标 (元)				
会计年度	2014	2015	2016E	2017E	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.29	0.40	0.43
经营活动现金流	410	514	496	335	每股净资产(最新摊薄)	5.49	5.32	7.09	7.49
投资活动现金流	-377	232	-5251	728					
筹资活动现金流	950	356	5068	-169					
现金净增加额	980	1126	313	894					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

