

002325.SZ

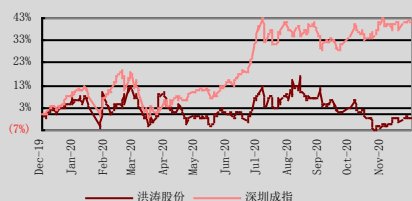
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 3.01

板块评级: 中性

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|--------|--------|------|--------|--------|
| 绝对 | (7.4) | 3.8 | (12.8) | (2.3) |
| 相对深证成指 | (38.7) | 2.8 | (17.9) | (43.8) |

| | |
|-------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 1,250 |
| 流通股(%) | 75 |
| 总市值(人民币 百万) | 3,762 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万) | 26 |
| 净负债比率(%) (2020E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 刘年新 | 31 |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 12 月 8 日收市价为标准

相关研究报告

《洪涛股份》 20200831

《洪涛股份》 20200705

《洪涛股份: 业绩触底, 未来可期》 20170517

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 装修装饰

证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S0930510120013

洪涛股份

卸下重资产包袱, 轻装上阵再创辉煌

公司发布公告将以 7.5 亿元出售持有的新概念教育 51% 股权, 剥离学历教育业务, 重新聚焦主业。未来公司装修主营业务营收增速有望改善, 利润率回升; 卸下资产包袱后, 公司周转率有望提升, 杠杆率下降, 综合盈利能力改善。

支撑评级的要点

- **旗下教育平台不及要求, 形成较重资产包袱:** 2015 年起公司进军同时进军职业教育和学历教育业务。分别收购尚学跨考、学尔森、金英杰教育、新概念教育等平台不同比例股权, 涉及考研辅导、建筑考证、司法医疗教育、普通高等教育等不同领域。但受国家政策影响下, 各教育平台成长均不及预期, 反而占用公司内部较多资源, 形成较重资产包袱。
- **教育拖累及疫情影响下主业增长乏力, 净利率下降, 周转率偏低, 杠杆率偏高是近年来公司报表主要问题:** 由于教育业务挤占公司较多资源且发展不及预期, 公司报表近年来呈现: 1. 主业增长乏力, 费用率攀升, 商誉计提较多, 净利率下降; 2. 资产包袱较重, 周转率下降; 3. 现金流表现较弱, 杠杆率偏高三大主要问题。2020 年疫情下建筑施工需求被压制, 进一步对公司主业开展以及项目回款能力造成影响。
- **重新聚焦主业, 公司盈利能力有望明显改善:** 随着公司重新聚焦主业, 营收增速有望再恢复, 进而带来费用率下降, 利润率提高。随着公司出售新概念教育, 7.5 亿现金回款将改善公司现金流, 减轻重资产包袱, 周转率将明显提升, 杠杆率明显下降, 综合盈利能力有较大幅度改善。

估值

- 公司减值已基本释放, 卸下重资产包袱后, 未来盈利能力将有提升。但考虑 2020 年主业增长乏力, 下调公司业绩预期, 预计 2020-2022 年, 公司营收为 34.5、36.1、39.7 亿元, 归母净利为 0.3、0.4、1.1 亿元, EPS 为 0.02、0.03、0.09。维持公司 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 公装业务订单下滑, 主业复苏乏力, 资产出售不及预期, 可转债到期。

投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 3,926 | 4,031 | 3,453 | 3,611 | 3,973 |
| 变动(%) | 18 | 3 | (14) | 5 | 10 |
| 净利润(人民币 百万) | (422) | 37 | 45 | 45 | 104 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | (0.338) | 0.029 | 0.036 | 0.036 | 0.083 |
| 变动(%) | (407.2) | 108.7 | 23.0 | 0.4 | 130.2 |
| 市场预期每股收益(人民币) | | | 0.070 | 0.100 | 0.110 |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | | | 0.070 | 0.100 | 0.110 |
| 调整幅度(%) | | | (48.7) | (63.9) | (24.5) |
| 全面摊薄市盈率(倍) | (8.9) | 103.0 | 83.8 | 83.5 | 36.3 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 14.7 | 8.1 | 2.5 | 9.5 | 22.2 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.20 | 0.37 | 1.20 | 0.32 | 0.14 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | (33.4) | 12.4 | 8.7 | 8.7 | 7.3 |
| 每股股息(人民币) | 0.01 | 0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 股息率(%) | 0.3 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |

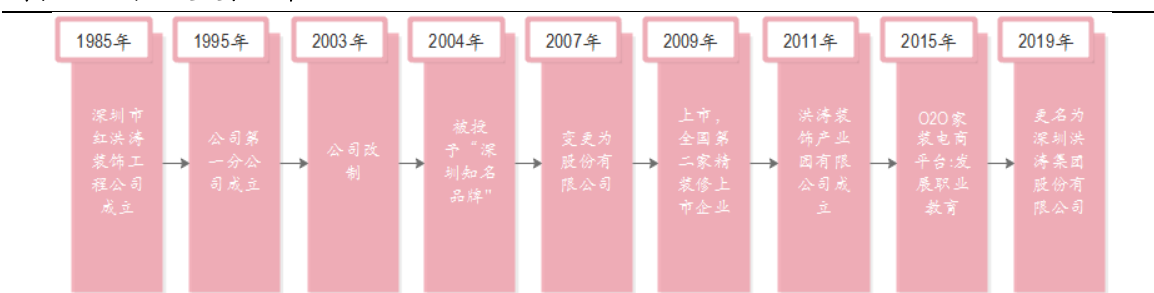
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、高端公共建筑装饰市场的领跑者

1. 深耕行业几十载，厅堂之王当之无愧

高端公共建筑装饰市场领跑者：公司前身为成立于1985年的深圳市洪涛装饰工程公司，2003年由国有企业进行改制，2007年整体变更设立为股份有限公司，2009年上市，为全国第二家装修上市公司。公司在剧院会堂类、大型楼宇大堂类、国宾馆类装饰工程等高端公共建筑装饰细分市场排名第一，在业内被誉为“大剧院专业户”、“大堂专业户”、“国宾馆专业户”，代表项目包括人民大会堂、北京中银大厦等标志性建筑的装修工程。公司具有《建筑装修装饰工程专业承包壹级》等6个施工一级资质证书、《建筑装饰专项设计甲级》资质证书，均为建筑装修领域最高等级资质。

图表 1. 公司历史发展沿革



资料来源：公司网站，中银证券

图表 2. 公司旗舰项目-人民大会堂



资料来源：公司网站，中银证券

图表 3. 公司旗舰项目-北京中银大厦

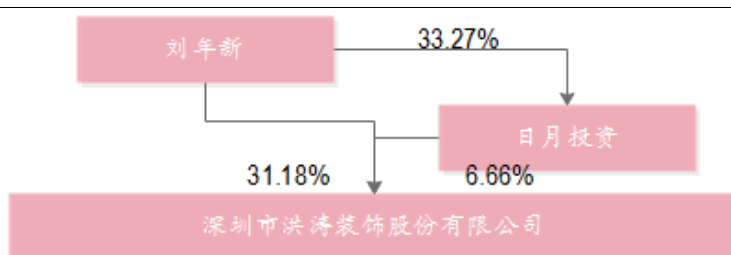


资料来源：公司网站，中银证券

2. 实控人有较强掌控力

实际控制人持股占比达 37.8%，对公司有较强控制力：根据公司三季报，公司实际控制人刘年新分别通过自持和日月投资持有公司 31.2% 和 6.7% 股份，合计持股比例达到 37.8%，远高于其他股东（第三大股东持股占比仅为 1.7%），对公司拥有较强控制能力。

图表 4. 公司股权结构图



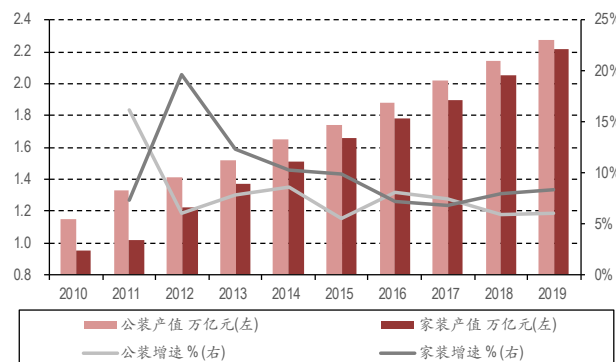
资料来源：万得，中银证券

二、装修行业稳步增长，集中度有望提升

1. 行业规模稳步增长

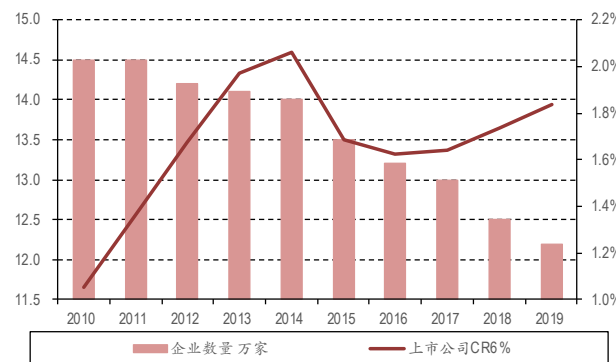
行业规模稳步增长，存量建筑逐步贡献需求：中国建筑装饰行业的市场规模逐步扩大。从2010年的2.1万亿元增加到2019年的4.5万亿元，CAGR为8.8%。近年来行业增速有所放缓，2015-2019年，行业CAGR为7.2%，呈稳步发展态势。装修行业具有多次消费的特点，同一建筑生命全周期需要多次装修施工。随着国内存量建筑的增加以及居民消费的提升，未来存量建筑将贡献更多装修需求。

图表 5. 装修行业稳步增长，近年增速放缓



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 企业数量减少，龙头市占率提升



资料来源：万得，中银证券

2. 行业集中度趋于提升

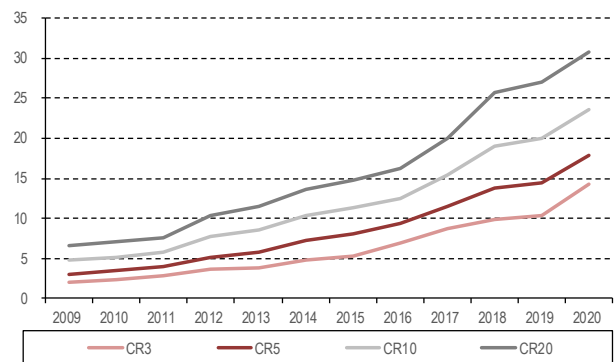
行业极度分散，未来集中度有望提升：装修行业极度分散，但从近几年数据来看，仍能看到集中的趋势。全行业公司数量从2010年的14.5万家减少为2019年的12.2万家。规模最大的6家上市装修企业市场占有率从2010年的1.0%提升到1.8%。当前建筑装修的下游地产集中度快速提升，精装房也在快速渗透，装修行业集中度有望继续提升，行业龙头将借助集中度提升的春风业绩持续增长。

图表 7. 住宅精装修相关政策

| 年份 | 部门 | 文件 | 内容 |
|--------|---------|----------------------|----------------------------|
| 2008 年 | 住建部 | 《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》 | 进一步完善扶持政策，推广全装修住宅，逐步取消毛坯房 |
| 2010 年 | 国务院办公厅 | 《建筑业“十二五”规划》 | 鼓励、推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房 |
| 2013 年 | 发改委、住建部 | 《绿色建筑行动方案》 | 推动建筑工业化，积极推行住宅全装修 |
| 2017 年 | 国务院办公厅 | 《建筑业“十三五”规划》 | 到 2020 年，城镇绿色建筑占新建比重重大刀 0% |

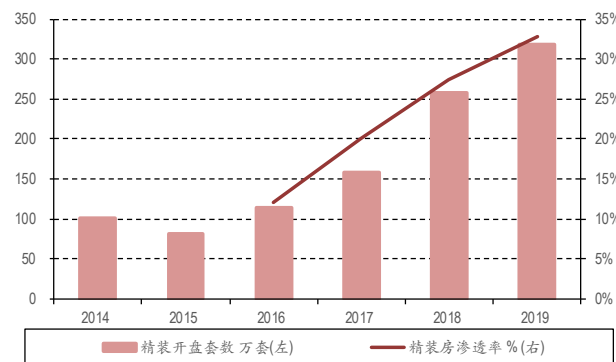
资料来源：国务院、住建部、发改委，中银证券

图表 8. 房地产行业销售面积集中度快速提升



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 精装房渗透率加速提升



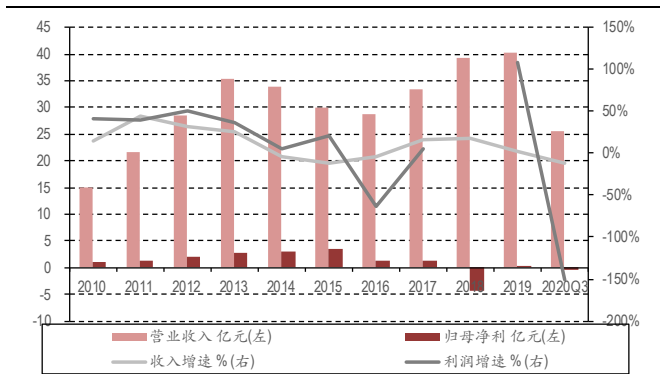
资料来源：奥维云网，中银证券

三、坚持建筑装饰主业，订单数据边际改善

1. 业绩稳步增长，坚持建筑装饰主业

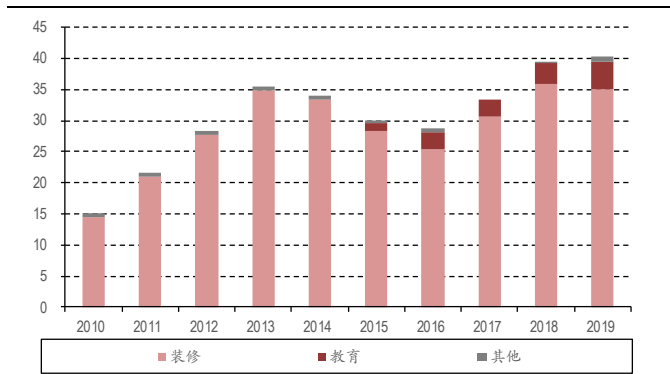
营收稳步增长，建筑装饰仍为公司第一主业：2006 年-2019 年，公司营业收入从 7.5 亿元增长至 40.3 亿元，CAGR 为 13.8%；2019 年公司归母净利为 0.4 亿元，同增 108.7%。近年来公司利润有所波动，主要为教育业务开展不及预期，计提部分商誉减值所致。从业务结构来看，建筑装饰仍为公司绝对主业。2019 年公司总营收 40.3 亿元，装修业务达到 35.0 亿元，占比 86.8%；而 2020 年上半年公司 18.1 亿元收入中，装修业务达到 16.2 亿元，占比 89.1%。从区域上看，公司主要深耕华东和华南地区。2019 年公司营收 40.3 亿元，华东和华南地区分别 11.3 亿元和 13.3 亿元，占比分别为 28.0%和 33.1%；2020 年上半年公司营收 18.1 亿元，华东和华南分别营收 6.6 和 6.0 亿元，占比分别为 36.5%和 33.1%。

图表 10. 近年以来公司业绩有所波动



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 装修依然是公司主业

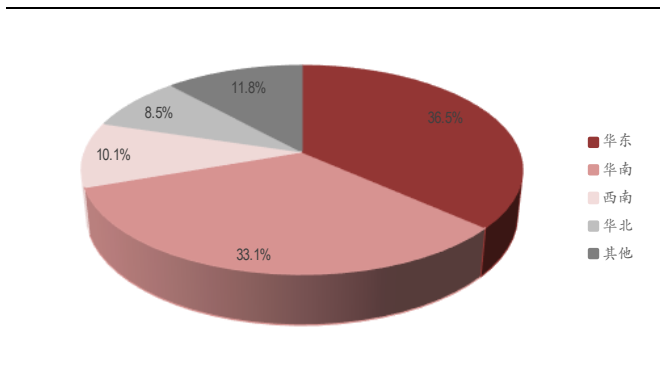


资料来源：万得，中银证券

2. 聚焦建筑装饰主业，订单出现边际改善

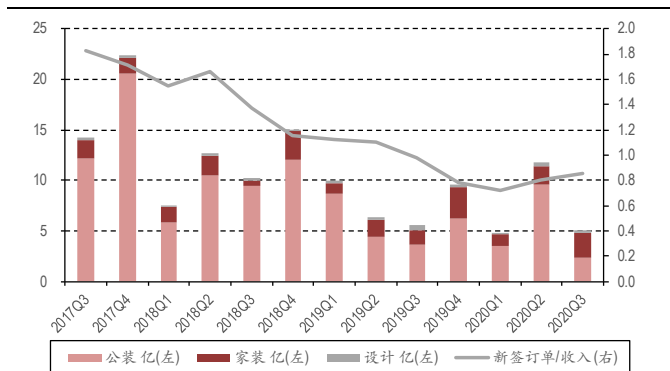
公司新签订单数据出现边际改善：受近年来房屋竣工增速放缓影响，建筑装饰需求行业规模增速有所下降，整体看公司新签订单量有所减少，近年来有些许改善。2019 年，公司新签各类订单 31.5 亿元，同减 30.6%；2020 年一至三季度公司新签订单 21.7 亿元，同减 1.1%，新签订单下降幅度明显减小。新签订单收入比则从 2017 年三季度 1.83 下降至 2020 年一季度 0.72 的低点后回升至 2020 年三季度的 0.85。

图表 12. 华东和华南地区是公司主要深耕区域



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 公司装修业务新签订单状况



资料来源：万得，中银证券

四、出售部分教育资产，轻装上阵再创辉煌

1. 布局教育业务，大环境下影响公司主业

公司布局教育业务，分为职业教育和学历教育两大板块：自 2015 年开始，公司开始通过并购的方式进军教育业务。公司教育业务分为两大板块，分别是职业教育和学历教育。其中职业教育主体包括北京尚学跨考教育、上海学尔森文化、北京金英杰三大教育平台，分别覆盖考研辅导、建筑职业资质辅导、医学司法教育，2015 年公司分别作价 2.35、2.98、0.39 亿元收购上述三个标的 70%、85%、20%的股权切入职业教育领域。此外还有北京筑龙伟业，主要通过旗下的筑龙网作为建筑专业交流平台；深圳前海洪涛教育作为公司职业教育的综合整合平台。学历教育主体是四川新概念教育公司，公司 2018 年出资 5.1 亿元收购其 51% 股权，旗下四川城市职业技术学院为经四川省人民政府批准，教育部备案的全日制综合性普通高等院校。公司实施“学历职业教育、非学历职业教育、互联网教育”三者深度融合的“三位一体”的职业教育战略，以提高公司竞争力。

图表 14. 公司教育业务板块收购标的

| 收购标的 | 收购时间 | 收购金额 | 持股比例(%) | 所属业务板块 | 覆盖领域 | 是否并表 |
|----------|-------------|------|---------|--------|---------|------|
| 北京尚学跨考教育 | 2015 年 3 月 | 2.35 | 70 | 职业教育 | 考研培训 | 是 |
| 上海学尔森文化 | 2015 年 9 月 | 3.22 | 80 | 职业教育 | 建筑教育 | 是 |
| 北京金英杰教育 | 2015 年 9 月 | 0.39 | 20 | 职业教育 | 医学、司法教育 | 否 |
| 北京筑龙伟业 | 2015 年 9 月 | 0.20 | 10 | 职业教育 | 建筑专业网站 | 否 |
| 深圳前海洪涛教育 | 2015 年 11 月 | 0.20 | 100 | 职业教育 | 教育平台 | 是 |
| 四川新概念教育 | 2018 年 1 月 | 5.10 | 51 | 学历教育 | 高等院校 | 是 |

资料来源：公司公告，万得，中银证券

职业教育业绩整体不及预期，学历教育增长乏力且对公司现金流造成挤占：受国家政策影响，部分建筑业资格证书暂停考试，相应考证辅导教育收入减少，导致上海学尔森文化无法完成业绩承诺；而尚学跨考主要因为业务转型与战略调整导致无法完成业绩承诺。学尔森和尚学跨考两大公司旗下重要职业教育平台业绩不及预期导致公司教育业务增长乏力。新概念教育旗下的四川城市职业技术学院有固定的盈利能力，但增长乏力(难以短期大幅扩张或者提升学费)，而本身学历教育重资产属性导致公司对其资金投入量较大，在当前地产产业链资金普遍趋紧的环境下，影响了公司主业建筑装饰的发展。

图表 15. 公司旗下教育板块子公司情况

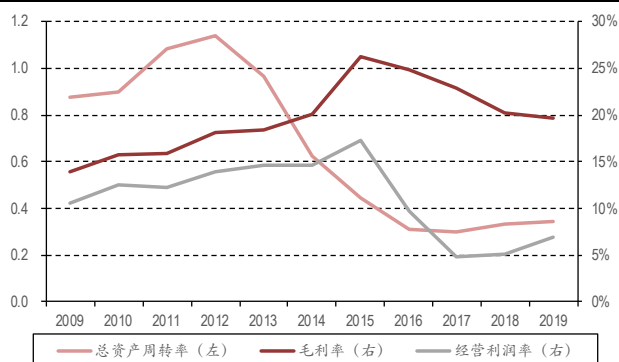
| | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------|------|----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 尚学跨考 | 业绩承诺 | 3,500.0 | 4,600.0 | 6,000.0 | | |
| | 实际完成 | 1,729.7 | 4,627.5 | 4,659.0 | | |
| 学尔森 | 商誉净值 | 23,873.8 | 23,873.8 | 23,873.8 | 12,424.6 | 12,424.6 |
| | 业绩承诺 | 2,500.0 | 4,000.0 | 6,000.0 | | |
| | 实际完成 | 919.2 | (4,558.6) | (3,654.6) | | |
| 新概念教育 | 商誉净值 | 28,280.5 | 24,347.8 | 20,216.3 | 1,250.6 | 0.0 |
| | 业绩承诺 | | | | 6,500.0 | 7,500.0 |
| | 实际完成 | | | | 6,953.9 | 7,972.6 |
| | 商誉净值 | | | | 11,979.2 | 11,979.2 |

资料来源：公司公告，万得，中银证券

2. 剥离学历教育业务，促进装修主业发展

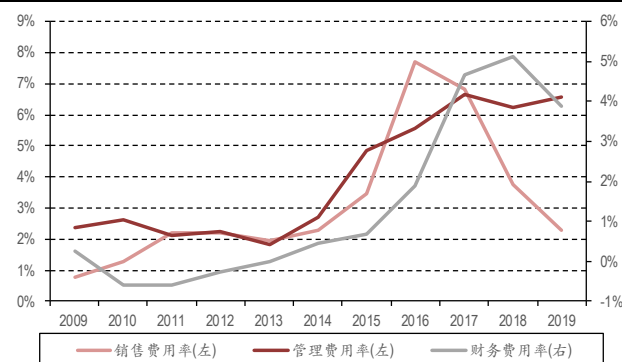
公司出售新概念教育，剥离学历教育业务：2020 年 12 月，公司发布公告，为优化公司产业布局，聚焦装饰主业发展，公司子公司洪涛教育拟将其持有的四川新概念教育投资有限公司 51% 的股权以 7.5 亿元的价格转让给南宁市卓文教育咨询服务有限公司。同时新概念公司将其全资子公司成都育德后勤管理有限公司 51% 的股权以 1 元转让给广州市华港企业管理有限公司。按照公告表述，广州智蕲教育发展有限公司、广州华港均为中汇集团控股有限公司下属的全资子公司。受广州智蕲制定，卓文教育收购新概念教育 51% 股权，收购完成后，中汇集团间接控制新概念教育的管理与运营，洪涛教育不再持有新概念教育股权，新概念教育也不再纳入洪涛股份报表。

图表 16. 切入教育业务后，公司各项利润指标下滑明显



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 公司各项费用明显提升



资料来源：万得，中银证券

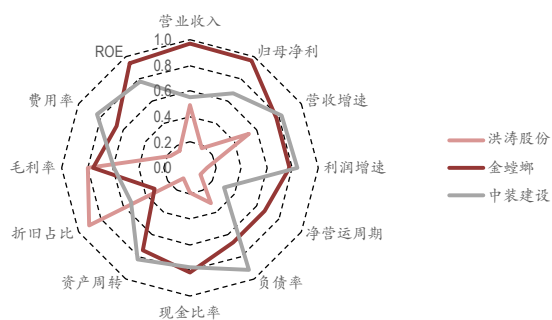
出售教育业务有利于提升资产周转率，促进装修主业持续发展：新概念教育旗下的四川城市职业学院为全日制普通高等院校，学历教育盈利能力稳定，但是不具有明显成长性，无论是招生人数还是学费水平都难以短期内明显提升。而学历教育的重资产属性导致公司对于学校的巨额投资则挤占了较多的现金流。可以发现公司切入教育行业以来各项利润指标明显下滑，费用率提升。公司承接装饰工程一般为国家、省、市重点工程，项目回款较慢，营收账款比率高，教育业务难于和装修主业形成较好协同。对学历教育资产的出售，有利于公司提升资产周转率，优化资产结构及资源配置，促进装饰主业的持续发展。后续公司仍将进一步聚焦主业，逐步减少教育业务占比。

五、重新聚焦主业，盈利有望改善

1. 高毛利，低周转是公司财报特点

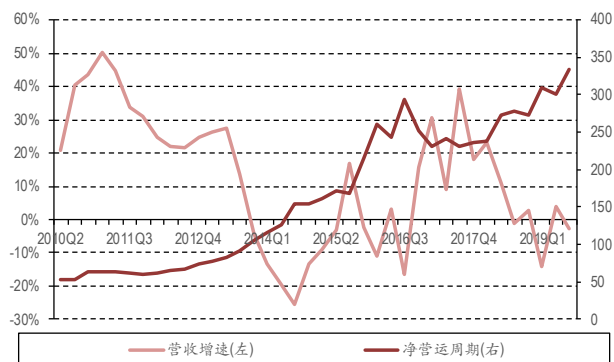
毛利率高，但资产偏重周转慢是公司财报特点：2019 年公司营收 40.3 亿，在装修板块中处于中上游水平。但相比金螳螂、中装建设等细分行业龙头，具体财标仍有差距。参考 2018-2020 年各装修公司的财务报表，公司财报集中表现为毛利率水平较高，但资产偏重周转慢的特点。其背后的原因是公司深耕高端公共建筑装饰项目，单项目利润水平高，但项目周期长，回款慢，数量少于普通家装。同时公司收购的教育类资产增厚公司资产水平，降低资产周转率，对自身主业并无较好协同。

图表 18. 公司资产偏重，周转慢，毛利率水平较高



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 近年来公司营收增速放缓



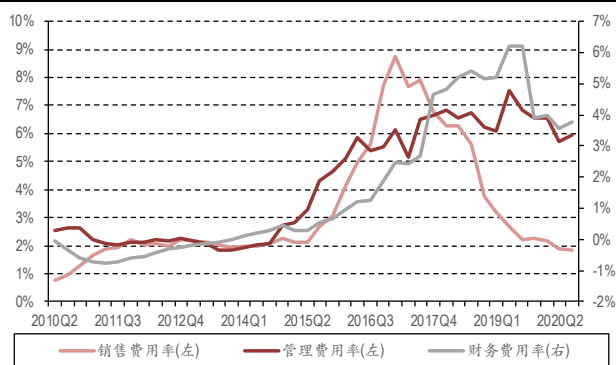
资料来源：万得，中银证券

营收增长乏力、现金周转周期长、利润率下降是财报主要存在的问题：近年来公司新签订单增速放缓，订单收入比下降，收入增长乏力。疫情影响下公司订单与营收增长进一步放缓，目前疫情影响仍未完全消除。2020 年一至三季度公司营收 25.6 亿，同减 12.0%。伴随着营收增速放缓，第一是现金流表现下降，公司净营运周期从布局教育业务前的 160 天增加到当前突破 330 天。背后是地产产业链趋紧，业主的付款能力下降资金回笼压力大所致。第二是经营利润率下降，公司四项费用率合计从 2015 年以前 5% 提升到近年来 12% 以上；同时人工成本及原材料等成本增加，经营利润率下滑。

2. 重新聚焦主业，公司盈利能力有望显著改善

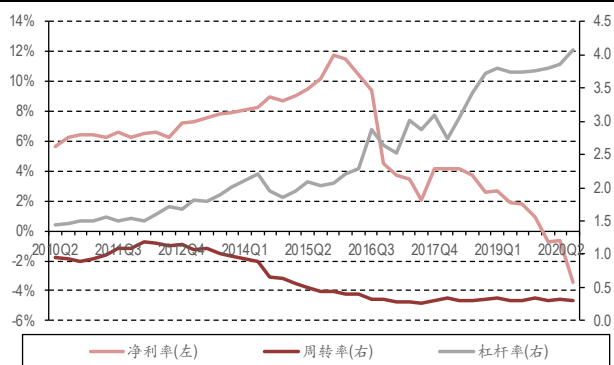
卸下资产包袱，重新聚焦主业，公司盈利能力有望显著改善：当前公司重资产的教育业务占用公司较多资源，整体净利率低，周转率慢，杠杆率高，综合盈利能力较低。随着公司重新聚焦主业，营收增速有望重新恢复，进而带来费用率下降，利润率提高。随着公司出售新概念教育，7.5 亿现金回款将极大改善公司现金流情况，减轻重资产包袱，周转率将明显提升，杠杆率明显下降，综合盈利能力有较大幅度改善。

图表 20. 近年来公司费用率走高



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 近年来公司利润率和周转率偏低，杠杆率高



资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 | 3,926 | 4,031 | 3,453 | 3,611 | 3,973 |
| 销售成本 | 3,132 | 3,240 | 2,838 | 3,071 | 3,322 |
| 经营费用 | 410 | 371 | 276 | 303 | 322 |
| 息税折旧前利润 | (112) | 304 | 432 | 433 | 512 |
| 折旧及摊销 | 94 | 99 | 180 | 202 | 205 |
| 经营利润(息税前利润) | (207) | 205 | 252 | 230 | 307 |
| 净利息收入/(费用) | (202) | (157) | (177) | (172) | (172) |
| 其他收益/(损失) | 82 | 3 | 15 | 30 | 30 |
| 税前利润 | (409) | 48 | 74 | 59 | 135 |
| 所得税 | 13 | 11 | 30 | 14 | 31 |
| 少数股东权益 | 3 | 43 | 73 | 9 | 22 |
| 净利润 | (422) | 37 | 45 | 45 | 104 |
| 核心净利润 | (504) | 33 | 30 | 15 | 73 |
| 每股收益(人民币) | (0.338) | 0.029 | 0.036 | 0.036 | 0.083 |
| 核心每股收益(人民币) | (0.403) | 0.026 | 0.024 | 0.012 | 0.059 |
| 每股股息(人民币) | 0.010 | 0.020 | 0.010 | 0.010 | 0.010 |
| 收入增长(%) | 18 | 3 | (14) | 5 | 10 |
| 息税前利润增长(%) | (164) | (199) | 23 | (8) | 33 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (130) | (370) | 42 | 0 | 18 |
| 每股收益增长(%) | (407) | (109) | 23 | 0 | 130 |
| 核心每股收益增长(%) | (941) | (107) | (11) | (50) | 398 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | (409) | 48 | 74 | 59 | 135 |
| 折旧与摊销 | 94 | 99 | 180 | 202 | 205 |
| 净利息费用 | 202 | 157 | 177 | 172 | 172 |
| 运营资本变动 | (1,163) | 807 | (326) | 64 | 364 |
| 税金 | 112 | 143 | (6) | (5) | (7) |
| 其他经营现金流 | (1,127) | 469 | 470 | 17 | 13 |
| 经营活动产生的现金流 | 36 | 109 | 1,222 | 380 | 154 |
| 购买固定资产净值 | 137 | 254 | 5 | 1 | 0 |
| 投资减少/增加 | 566 | (149) | (279) | (15) | (15) |
| 其他投资现金流 | 923 | 461 | 5 | 1 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | 220 | 357 | 279 | 15 | 15 |
| 净增权益 | (931) | (667) | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 630 | (177) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 12 | 25 | 12 | 12 | 12 |
| 其他融资现金流 | 247 | 375 | (174) | (168) | (169) |
| 融资活动产生的现金流 | (66) | (493) | (186) | (181) | (181) |
| 现金变动 | 191 | (504) | 1,310 | 214 | (12) |
| 期初现金 | 965 | 1,448 | 1,194 | 2,504 | 2,718 |
| 公司自由现金流 | 256 | 466 | 1,501 | 395 | 169 |
| 权益自由现金流 | 1,133 | 664 | 1,328 | 227 | 1 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 1,448 | 1,194 | 2,504 | 2,718 | 2,706 |
| 应收帐款 | 6,372 | 6,502 | 5,473 | 5,705 | 6,269 |
| 库存 | 21 | 23 | (30) | (29) | (27) |
| 其他流动资产 | 1,909 | 525 | 512 | 512 | 512 |
| 流动资产总计 | 8,365 | 8,231 | 8,459 | 8,906 | 9,460 |
| 固定资产 | 1,391 | 1,487 | 1,039 | 906 | 726 |
| 无形资产 | 362 | 565 | 477 | 461 | 442 |
| 其他长期资产 | 1,765 | 1,407 | 539 | 486 | 481 |
| 长期资产总计 | 3,518 | 3,459 | 2,055 | 1,854 | 1,650 |
| 总资产 | 11,883 | 11,690 | 10,514 | 10,759 | 11,109 |
| 应付帐款 | 2,308 | 2,208 | 1,623 | 1,783 | 1,955 |
| 短期债务 | 2,749 | 1,602 | 1,402 | 1,402 | 1,402 |
| 其他流动负债 | 1,565 | 2,125 | 2,154 | 2,163 | 2,193 |
| 流动负债总计 | 6,622 | 5,935 | 5,179 | 5,348 | 5,549 |
| 长期借款 | 44 | 337 | 237 | 237 | 237 |
| 其他长期负债 | 1,475 | 1,728 | 1,758 | 1,792 | 1,827 |
| 股本 | 1,249 | 1,249 | 1,249 | 1,249 | 1,249 |
| 储备 | 2,493 | 2,441 | 2,091 | 2,133 | 2,247 |
| 股东权益 | 3,742 | 3,691 | 3,341 | 3,383 | 3,496 |
| 少数股东权益 | 544 | 572 | 190 | 199 | 221 |
| 总负债及权益 | 11,883 | 11,690 | 10,514 | 10,759 | 11,109 |
| 每股帐面价值(人民币) | 2.56 | 2.50 | 2.52 | 2.55 | 2.62 |
| 每股有形资产(人民币) | 8.88 | 8.60 | 8.02 | 8.24 | 8.53 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 2.26 | 1.98 | 0.71 | 0.57 | 0.61 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | (2.9) | 7.5 | 12.5 | 12.0 | 12.9 |
| 息税前利润率(%) | (5.3) | 5.1 | 7.3 | 6.4 | 7.7 |
| 税前利润率(%) | (10.4) | 1.2 | 2.2 | 1.6 | 3.4 |
| 净利率(%) | (10.7) | 2.0 | 3.4 | 1.5 | 3.2 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| 利息覆盖率(倍) | (0.6) | 1.9 | 2.4 | 2.5 | 3.0 |
| 净权益负债率(%) | 75.4 | 67.0 | 26.7 | 21.1 | 21.7 |
| 速动比率(倍) | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | (8.9) | 103.0 | 83.8 | 83.5 | 36.3 |
| 核心业务市盈率(倍) | (7.5) | 113.6 | 127.1 | 255.0 | 51.2 |
| 市净率(倍) | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| 价格/现金流(倍) | 14.7 | 8.1 | 2.5 | 9.5 | 22.2 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | (33.4) | 12.4 | 8.7 | 8.7 | 7.3 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 2.0 | 2.1 | (3.2) | (3.0) | (2.5) |
| 应收帐款周转天数 | 592.4 | 588.8 | 578.5 | 576.6 | 576.0 |
| 应付帐款周转天数 | 268.9 | 248.8 | 208.8 | 212.0 | 214.8 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | (3.0) | 68.4 | 27.8 | 27.7 | 12.0 |
| 净资产收益率(%) | (11.2) | 2.2 | 3.5 | 1.6 | 3.6 |
| 资产收益率(%) | (3.5) | 0.7 | 1.1 | 0.5 | 1.1 |
| 已运用资本收益率(%) | (2.7) | 2.1 | 2.3 | 2.6 | 3.4 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371