

2015年04月01日

证券研究报告·公司研究·休闲服务  
北京文化(000802)调研报告

买入(维持)

当前价: 19.16元  
目标价: 25元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 谋定而后动 转型在大休闲文化产业模式路上

### 投资要点

- **事件:** 日前, 我们来到公司总部, 与公司董事长和董秘就公司业务与未来发展战略进行了深入交流。
- **旅游+文化影视 双主业协同发展。** 北京文化原名北京旅游, 主营业务收入来自北京房山区的两山(灵山、妙峰山)、两寺(潭柘寺、戒台寺)景区的游客接待收入。2013年底, 公司收购了摩天轮影视公司, 并确立了旅游、文化双主业协同发展, 并形成大休闲大文化产业模式的战略目标。
- **文化影视首战告捷, 剑指全产业链。** 14年公司转型首战告捷。摩天轮推出的《同桌的你》、《心花路放》合计票房16.1亿, 成为公司绝对利润主力。特别值得注意的是, 公司通过摩天轮切入影视制造、发行领域后, 随之入手艾美院线, 进入影视渠道终端。同时拟定增3.7亿, 募资33亿主要用于收购北京世纪伙伴文化传媒有限公司、浙江星河文化经纪有限公司、拉萨群像文化传媒有限公司三家公司的100%的股权等, 一切剑指打造全产业链。
- **重庆鲜花港: 公司涉足城市休闲业的范本。** 公司已经成功竞拍重庆国色天香现代园艺开发有限公司65%股权, 今年公司在旅游业务上要重点加大鲜花港项目的建设力度, 争取明年五月试营业、国庆正式开园运营, 早日开园、早见成效。更重要的是, 鲜花港将成为公司涉足城市休闲娱乐业态的范本。
- **未来看点:** 1) 定增提升文化影视竞争力; 2) 股权激励释放业绩动力; 3) 大股东更换成生命人寿; 4) 旅游、影视协同发展, 提升市场空间。
- **估值与评级:** 我们预测公司15-16年EPS分别为0.3元、0.42元, 动态PE分别为64倍、46倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济下行、突发事件、定增进展低于预期和项目或不达预期等风险。

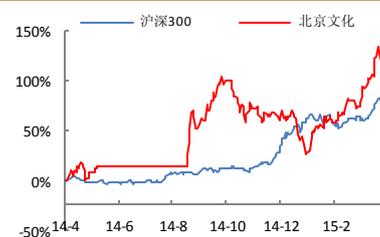
指标年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	163	421	568	772
增长率	-1.96%	158%	35%	360%
归属母公司净利润(百万元)	33	80	117	162
增长率	20.36%	145.31%	46.32%	38.85%
每股收益EPS(元)	0.08	0.21	0.30	0.42
净资产收益率ROE	3.83%	8.63%	11.33%	13.77%
PE	231	94	64	46
PB	8.86	8.14	7.30	6.39

数据来源: wind 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 潘红敏  
执业证号: S1250511110001  
电话: 010-57631226  
邮箱: phm@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	3.89
流通A股(亿股)	3.75
52周内股价区间(元)	8.77-21.13
总市值(亿元)	74.46
总资产(亿元)	15.07
每股净资产(元)	2.38

### 相关研究

1. 北京旅游(000802): 生命人寿将成大股东 打造全产业链文媒集团 (2014-10-20)

## 目 录

一、北京文化 文化、旅游双主业协同发展.....	1
二、影视业务：旨在全产业链.....	2
2.1 收购摩天轮 切入文化影视产业.....	2
2.2 收购艾美院线 进入影视产业终端.....	3
2.3 定增 完善影视产业链.....	3
三、重庆鲜花港 公司涉足城市休闲娱乐业的范本.....	6
四、其他相关问题.....	6
4.1 景区业务 正常运营 积极沟通.....	6
4.2 股权激励 与公司共成长.....	7
4.3 下一步计划：旅游、影视协同发展.....	8
五、盈利预测与投资建议.....	8
六、风险提示.....	8

## 图 目 录

图 1: 公司与实际控制人之间的产权及股权结构图 .....	1
图 2: 光景瑞星股权结构图 .....	2
图 3: 旅游服务收入近年下滑 .....	6
图 4: 旅游服务毛利率在 56%-59%之间波动 .....	6

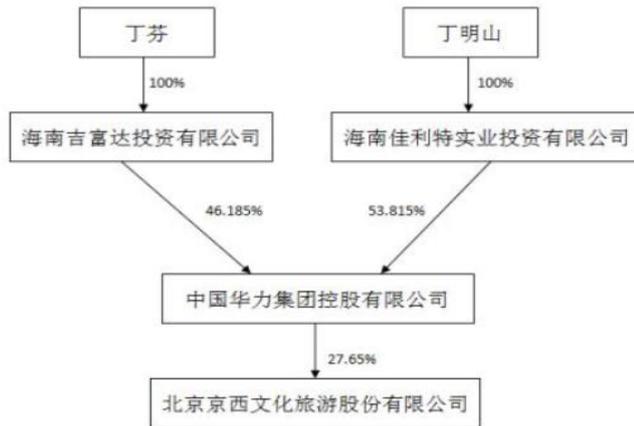
## 表 目 录

表 1: 2014 年公司营业收入及同比增长 .....	1
表 2: 2015 年摩天轮文化传媒有限公司拟出品计划 .....	3
表 3: 募资项目一览 .....	4
表 4: 认购对象的具体认购股数 .....	4
表 5: 定增对象简况 .....	4
表 6: 业绩承诺 .....	5
表 7: 目标公司财务数据以及交易对价（单位：万元） .....	5
表 8: 目标公司的估值情况 .....	5
表 9: 2013 年传媒企业收购估值情况 .....	5
表 10: 公司参股子公司运营情况（单位：万元） .....	7
表 11: 第一次股权激励的对象及数量 .....	7
附表: 财务预测与估值 .....	9

## 一、北京文化 文化、旅游双主业协同发展

北京文化原名北京旅游，主营业务收入来自北京房山区的两山（灵山、妙峰山）、两寺（潭柘寺、戒台寺）景区的游客接待收入。13年底，公司收购了摩天轮影视公司，并确立了旅游、文化双主业协同发展，并形成大休闲大文化产业模式的战略目标。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及股权结构图



数据来源：公司公告 西南证券

2014 年公司成功进入文化传媒行业，主营业务收入稳定，盈利能力持续增强。2014 年公司全年实现收入 4.2 亿元，同比增加 158.31%；实现利润总额 1.07 亿元，同比增长 144.62%；实现归属于母公司净利润 7984.37 万元，同比增长 145.31%。其中旅游板块收入 15064.3 万元，影视板块收入 23029.83 万元。

表 1：2014 年公司营业收入及同比增长

报表项目	本期金额（万元）	上期金额（万元）	变动比例（%）
<b>总收入</b>	42069.48	16286.12	158.31%
影视经纪业收入	23029.83	0	
其中：影片《同桌的你》收入	3870.14	0	
影片《心花路放》收入	19102.41	0	
广告发布收入	50.49	0	
经纪服务收入	6.06	0	
影片衍生收入	0.78	0	
旅游酒店收入	15064.3	15374.62	-2.02%
管理费收入	0	757.5	-100%
其他业务收入	3975.36	154	2,381.40%

数据来源：公司公告 西南证券（备注：1、合并口径变化增加摩天轮公司增加收入 23030 万元；2、本期其他收入中有收到北旅广场拆迁收益 3757 万元。）

## 二、影视业务：旨在全产业链

公司在影视方面，先是收购摩天轮，切入影视制造、发行领域，随后入手艾美院线，进入影视渠道终端，一切旨在打造全产业链。

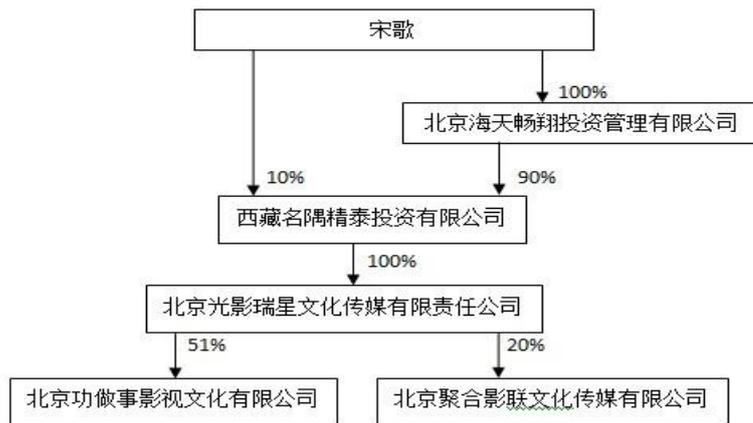
### 2.1 收购摩天轮 切入文化影视产业

2014年北京文化影视业务收入为2.3亿元，占公司收入54.74%，归属于母公司净利润为4276.86万元，占公司归属于母公司净利润53.57%。

影视业务收入主要来自于《同桌的妳》和《心花路放》的票房，两片均由摩天轮投资和发行，两片合计票房成绩16.1亿。摩天轮目前旗下有4家控股子公司并与知名导演沈严、乌尔善签约。

摩天轮由光景瑞星文化传媒有限责任公司改名而来。13年底，公司与西藏名隅精泰投资有限公司及宋歌先生签署《股权购买协议》，以1.5亿元人民币价格购买光景瑞星公司100%股权。

图 2：光景瑞星股权结构图



数据来源：西南证券

光景瑞星的关键人物是宋歌和杜杨，宋歌，现任北京文化副董事长、董事；杜杨，现任北京文化副总裁。

**宋歌：**光景瑞星股东、董事长，电影影视投资人，曾任万达影视传媒有限公司总经理、北京完美时空文化传播有限公司董事长、赛富亚洲投资基金投资合伙人、紫光传媒有限公司总经理。其参与投资电影项目约十三部，电视剧二部。

**杜杨：**光景瑞星总经理，电影制片人，曾出任华谊兄弟太合影视投资有限公司宣传总监、星光国际传媒集团副总裁、星光国际影视投资公司总经理、太合影视投资有限公司副总裁、北京完美时空文化传播有限公司总经理等职。其参与的电影项目约二十多部，合计票房总价值约8.5亿元。

在董事长熊震宇的眼里，宋歌是一个极为成功的文化投资人。北京文化正是通过他，快速切入影视制作发行领域，并首战成功。

2015 年公司将继续加强对影视文化的投入，摩天轮公司作为公司目前的影视文化主要业务载体将进一步加强投入和项目扩展，按照计划 2015 年公司预计有 4 部电影和 4 部电视剧上映，确保收益和年度计划的完成。

**表 2：2015 年摩天轮文化传媒有限公司拟出品计划**

作品名称	拍摄进度	作品简介
<b>电 影</b>		
《第七子》	已上映	传奇影业出品的一部魔幻电影，由谢尔盖·波德罗夫执导的，朱丽安·摩尔、杰夫·布里吉斯及本·巴恩斯主演。15 年年 1 月 16 日国内上映，首日拿下约 3200 万票房，单日票房榜首位。
《天生我刺》	后期制作	摩天轮、每日视界联合出品，中美合作方式，被多国投资商誉为最具潜力的动画电影，在韩国制片人秀、第十届金猴奖等竞赛中获多个奖项
《最强对手》	后期制作	导演丁晟，刘德华、刘烨主演，预计 15 年下半年上映。
《我的新野蛮女友》	拍摄	《我的野蛮女友》续集。由韩国 SHINCINE 制作公司与北京摩天轮、浙江星河、浙江星河联合出品，知名导演赵根植执导，宋茜、车太贤、藤井美菜等主演的电影。
<b>电 视 剧</b>		
《真相》	后期制作	由著名导演沈严执导，张歆艺、袁弘、江珊、孙淳等主演的都市悬疑伦理剧。
《实习生》	后期制作	孙皓执导，郑恺、赵丽颖、郑家彬等主演的首部聚焦 90 后大学毕业生就业问题的都市情感剧。15 年 1 月已杀青。
《无名者》	后期制作	著名演员丁志诚监制、制片人及主演，吴刚、冯远征、姜武等明星班底打造的年度谍战大剧。14 年 10 月已杀青。
《恶老板》	后期制作	甘露导演，梅婷、黄觉主演的时尚都市商战剧。14 年 11 月在北京开机。

数据来源：公司公告 西南证券

## 2.2 收购艾美院线 进入影视产业终端

2014 年 4 月完成收购艾美院线项目并完成股权收购变更。

艾美虽是一个小院线，但它是北京文化在影视终端的尝试，主要目的有二：首要是在培养团队，为以后的进一步外延扩张，奠定基础。第二，院线收入相对稳定，但前期投入相对较大。

2014 年，艾美总计拓展洽谈 23 个影院项目，范围覆盖北京、上海、深圳、成都、昆明、银川等地，其中根据公司的整体的发展目标及战略目的，现已完成银川石嘴山汉唐商业街影院项目、昆明呈贡哈弗涌鑫中心影院项目的签约工作。公司希望实现 2015 年开业影院 5 家左右。

## 2.3 定增 完善影视产业链

同时，公司文化进一步展开影视产业全产业链布局。

去年 10 月，公司发布定增预案，拟非公开发行股票 3.7 亿股，募集资金 33.14 亿。目前公司非公开发行事项正在由中国证监会进行审核。募资主要用于收购北京世纪伙伴文化传媒股份有限公司、浙江星河文化经纪有限公司、拉萨群像文化传媒有限公司三家公司的 100% 的股权等。

世纪伙伴去年下半年到今年的作品有《外姓兄弟》、《四十九日祭》等。拉萨群像 2014 年至 2015 年的出品计划有《十年女友》、《少年班》等。

**表 3: 募资项目一览**

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投入额（万元）
1	收购世纪伙伴 100%股份	135,000	135,000
2	收购浙江星河 100%股权	75,000	75,000
3	收购拉萨群像 100%股权	42,000	42,000
4	对全资子公司艾美投资进行增资	30,000	30,000
5	偿还银行贷款及补充流动资金	50,000	49,418
	<b>合计</b>	<b>332,000</b>	<b>331,418</b>

数据来源: 公司公告 西南证券

募资项目高管与北京文化利益将高度一致。定增对象为 9 家, 其中西藏金宝藏与新疆嘉梦定增后持股比例合计为 12.15%, 而这两公司的实际控制人为娄晓曦, 他又是此次募资项目世纪伙伴的实际控制人; 另一募资项目浙江星河的实际控制人是王京花, 她则是此次定增对象之一西藏金桔的实际控制人。

**表 4: 认购对象的具体认购股数**

序号	发行对象	本次发行股数（万股）	发行对象认购金额（万元）	发行后持股比例
1	生命人寿	15,200.00	135,888.00	20.38%
2	西藏金宝藏	5,269.83	47,112.28	7.07%
3	西藏九达	4,741.00	42,384.54	6.36%
4	石河子无极	3,800.00	33,972.00	5.10%
5	新疆嘉梦	3,790.57	33,887.70	5.08%
6	西藏金桔	3,131.99	27,999.99	4.20%
7	新疆愚公	638	5,703.72	0.86%
8	北京北清	300	2,682.00	0.40%
9	宁波大有	200	1,788.00	0.27%
	<b>合计</b>	<b>37,071.39</b>	<b>331,418.23</b>	<b>49.71%</b>
	发行后总股本	74,569.43	#	100%

数据来源: 公司公告 西南证券

**表 5: 定增对象简况**

名称	实际控制人	经营业绩	成立日期及经营简况
西藏金宝藏	娄晓曦	未开展经营活动	2014 年 7 月
西藏金达	肖勇	未开展经营活动	2014 年 7 月
石河子无极	张永平、孙桂产、王辉	未开展经营	2014 年 8 月
新疆嘉梦	娄晓曦等	未开展活动	2014 年 7 月
西藏金桔	王京花	净利润-1449.3 万	2013 年 11 月,
新疆愚公	李静等	未开展经营活动	2014 年 7 月
北京北清	吕爱民	未开展股权投资, -30.6 万	2013 年 1 月

名称	实际控制人	经营业绩	成立日期及经营简况
宁波大有	王永祺	未开展经营活动-470元	2013年12月

数据来源：公司公告 西南证券

**表 6：业绩承诺**

名称时间	2014年	2015年	2016年	2017年
西藏金宝藏	9000万	11000万	13000万	15000万
西藏金桔	4970万	6530万元	8430万元	10040万元
新疆愚公及拉萨群像	-150万元	3,630万元	4,680万元	5,600万元

数据来源：公司公告 西南证券

**表 7：目标公司财务数据以及交易对价（单位：万元）**

项目	世纪伙伴	浙江星河	拉萨群像	合计
资产总额	63,417.44	2,316.07	501.99	66,235.50
资产净额	25,815.73	854.99	496.77	27,167.49
交易对价	135,000.00	75,000.00	42,000.00	252,000.00
最近一年的营业收入	16,029.78	6,228.31	-	22,258.09
最近一年的净利润	3,323.59	3,414.36	-	6,737.95

数据来源：公司公告 西南证券（备注：数据截止至2014年7月31日）

**表 8：目标公司的估值情况**

估值指标(倍数)	世纪伙伴	浙江星河	拉萨群像
交易对价/资产净额	5	88	85
交易对价/最近一年的净利润	40	22	-

数据来源：公司公告 西南证券

三家公司共计收购价格 25.2 亿，对应 2013 年静态 PE 为 37.4 倍，对应 2015 年承诺净利润的 PE 为 11.9 倍（世纪伙伴 12.3 倍、浙江星河 11.5 倍，拉萨群像 11.6 倍）。

**表 9：2013 年传媒企业收购估值情况**

收购方	被并方	成交价	收购 PE（13年）	收购方当时 PE
省广股份	雅润文化 100%股权	5.7 亿	9.4 倍	43.7
光线传媒	新丽传媒 27.64%有股权	8.29 亿	20 倍（14年）	48.2
粤传媒	香榭丽传媒 100%股权	4.5 亿	9.78 倍	26.1
人民网	古羌科技 69.25%的股权	2.49 亿	11 倍	67.2
乐视网	花儿影视 100%股权	9 亿	14.3 倍	106.2
蓝色光标	huntsworth19.8%的股权	3.5 亿	10.2 倍	51.4
凤凰传媒	上海都玩 55%的股权	2.77 亿	9 倍	24.96

数据来源：公司公告 西南证券

### 三、重庆鲜花港 公司涉足城市休闲娱乐业的范本

2013年4月，公司公告，为扩展公司景区管理和开发业务，公司拟与重庆宏帆实业有限公司共同开发建设重庆鲜花港项目（暨“国色天香鲜花乐园”）。

目前，公司已经成功竞拍重庆国色天香现代园艺开发有限公司65%股权，今年公司在旅游业务上要重点加大鲜花港项目的建设力度，争取明年五月试营业、国庆正式开园营运，早日开园、早见成效。

重庆鲜花港项目总投资预计50000万元，项目建设规划用地666312平方米。该项目主要位于大石坝组团A分区A5-3地块，面积约66.63万平方米，公园建设分为三部分，一部分是封闭管理公园（占地约23.6万平方米），二部分是开放管理公园（占地约39.95万平方米），三是公园管理及配套用房（占地约3.441万平方米）。封闭管理公园及开放管理公园土地租用重庆市农业投资集团有限公司土地，土地面积约63.55万平方米。国色天香公司用于开放管理公园建设经营的用地甲乙双方免收租金。国色天香公司用于封闭管理公园建设经营的用地，起租日自甲乙双方将租赁土地移交国色天香公司之日起算，租金标准按上年度国家挂牌中等黄谷收购价格乘以每亩300斤标准计收，按年结算支付给甲方，国色天香公司应于每年度租期开始前十日内支付该年度租金。

### 四、其他相关问题

#### 4.1 景区业务 正常运营 积极沟通

公司景区主要有潭柘景区、龙泉宾馆、戒台景区、妙峰山景区。公司与门头沟政府签订的承包经营协议到期时间为2019年，协议中门头沟政府承诺只要当时不违背相关法律法规，将优先考虑我公司继续承包经营。但根据最新的相关法律法规，潭柘寺、戒台寺肯定会交出去，但关于景区的问题，则正在积极沟通。

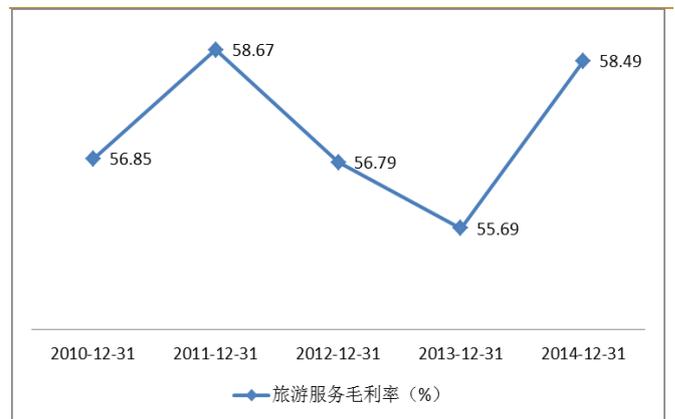
从旅游服务业务营业收入和增长率来看，基本稳定。未来增长主要来自游客人均消费额的提升。公司希望以后加大旅游和文化影视方面两者的互动协同，从而提高公司整体竞争力。

图 3: 旅游服务收入近年下滑



数据来源: wind 西南证券

图 4: 旅游服务毛利率在 56%-59%之间波动



数据来源: wind 西南证券

2014年公司组织并成功举办了潭柘寺腊八舍粥、玉兰节、国际山地徒步大会潭柘寺站、潭柘寺素食文化节、戒台祈福撞钟、妙峰山民俗庙会等大型活动。

2014年公司投入大量资金用于景区、酒店广告宣传，先后在北京电视台、北广传媒地铁电视和北京广播电台等知名媒体进行了广告投放，有效地提升景区和酒店的知名度。同时加快募投项目建设，促进景区、酒店全面升级改造，减少对游客和收入的影响，整合旅游资源，突出佛教文化特色。2014年，公司募投项目已经完成，下属分子公司各项改、扩、建工程有序进行。

另外，公司的重点建设项目潭柘嘉福饭店改扩建工程、妙峰山游客中心改建工程和龙泉宾馆秦淮楼改建工程，陆续在14年度顺利投入使用。其他在建项目中，潭柘寺山门区改造工程山门建设已接近尾声，戒台寺千佛阁复建工程主体结构已封顶。同时公司积极与市文物局和区文委沟通协调，潭柘寺安乐延寿堂修缮工程、上下塔林修缮工程；戒台寺南宫院修缮工程、牡丹院修缮工程、下院修缮工程均已取得国家文物局和北京市文物局的立项批复。

**表 10: 公司参股子公司运营情况（单位：万元）**

公司名称	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
北京龙泉宾馆有限公司	10000	41565.17	16072.87	5874.16	-859.63	-957.66
北京双恒投资发展	7000	5932.54	5901.41	0.00	96.5,3	66.42
龙泉宾馆酒店管理有限公司	50	50	50	0.00	0.00	0.00
北京京西风光旅行社有限责任公司	30	45.67	21.5	0.00	-0.44	-0.44
天津华胜股权投资管理有限责任公司	1000	1147.48	1147.4,8	0.00	24.92	24.92
北京潭柘嘉福宾馆有限公司	1000	2335.55	901.71	399.94	-26.7,	-26.8
北京摩天轮文化传媒有限公司	5000	48040.45	8334.37	23029.83	5148.12	4276.86

数据来源：公司公告 西南证券

## 4.2 股权激励 与公司共成长

公司2014年，公司实施了北京文化上市以来的第一次股权激励计划，此次激励计划对象共31人，基本覆盖公司中层以上管理人员，激励股票共1362万股，股票授予价格为每股8.94元。这一价格和公司拟定增的价格一致，从中也可以看出公司高管对公司的信心。

股权激励的实施使公司的管理者和核心人员成为公司股东，使个人利益与公司利益趋于一致，形成利益的共同体，使员工具有分享企业利润的权力，大大提高管理人员、技术人员的积极性、主动性和创造性。

**表 11: 第一次股权激励的对象及数量**

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）
熊震宇	董事长	280
丁江勇	副董事长	280
邓勇	总裁	230
于晓萍	财务总监	55
黄中燕	副总裁	120
陈晨	副总裁/董事会秘书	110

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）
芦宝琦	总裁助理	30
中层管理人员、核心业务（技术）人员（29人）		295
合计		1400

数据来源：公司公告 西南证券

随着公司以后的发展，公司也会进一步考虑新进人员的股权激励问题。

### 4.3 下一步计划：旅游、影视协同发展

公司将利用上市公司资本平台，收购有规模优势、有较好发展潜质和投资回报，特别是能取得突破性影响、能带动北京文化未来 3-5 年公司经营全面转型的新项目，2014 年我们的并购工作取得较大成效，2015 年公司要继续推进有关工作，促进收购完成，公司收购申请 2014 年底已报送中国证监会审批。在完成本次收购的同时，公司还应继续储备有关资源，在目前影视文化大发展的环境下，利用定增、直接收购和其他各种途径完善公司影视文化上下游产业资源，把北京文化影视文化产业打造成为全产业链的传媒集团，做大做强影视文化产业。

## 五、盈利预测与投资建议

我们预测公司 15-16 年 EPS 分别为 0.3 元、0.42 元，动态 PE 分别为 64 倍、46 倍。维持“买入”评级。

## 六、风险提示

经济下行、突发事件、定增进展低于预期和项目或不达预期等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	162.86	420.69	567.94	772.40	净利润	32.19	77.37	113.21	157.20
营业成本	78.15	215.56	292.49	405.51	折旧与摊销	47.88	3.30	3.30	3.30
营业税金及附加	6.53	9.96	13.44	18.28	财务费用	-45.92	6.10	5.32	4.98
销售费用	4.61	4.98	6.36	8.65	资产减值损失	13.53	0.00	0.00	0.00
管理费用	75.15	132.47	113.59	139.03	经营营运资本变动	-39.61	-71.56	229.54	-414.77
财务费用	-2.96	-45.92	6.10	5.32	其他	-172.65	402.21	-533.71	724.08
资产减值损失	0.37	13.53	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-164.58</b>	<b>417.43</b>	<b>-182.35</b>	<b>474.79</b>
投资收益	27.73	2.23	0.00	0.00	资本支出	161.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.03	3.34	0.00	0.00	其他	-271.26	15.68	10.50	11.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-110.04</b>	<b>15.68</b>	<b>10.50</b>	<b>11.25</b>
<b>营业利润</b>	<b>28.78</b>	<b>95.69</b>	<b>135.95</b>	<b>195.60</b>	短期借款	140.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.87	11.07	15.00	14.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>43.65</b>	<b>106.77</b>	<b>150.95</b>	<b>209.60</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.46	29.39	37.74	52.40	支付股利	-5.62	-7.50	-10.97	-15.24
净利润	32.19	77.37	113.21	157.20	其他	245.20	-9.58	-9.58	-9.02
少数股东损益	-0.36	-2.47	-3.61	-5.02	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>379.58</b>	<b>-37.08</b>	<b>-20.56</b>	<b>-24.26</b>
归属母公司股东净利润	32.55	79.84	116.83	162.22	<b>现金流量净额</b>	<b>104.96</b>	<b>396.03</b>	<b>-192.40</b>	<b>461.78</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	253.40	337.72	733.75	541.35	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	34.76	357.57	177.54	555.35	销售收入增长率	158.31%	35.00%	36.00%	25.00%
存货	9.07	136.12	60.88	212.25	营业利润增长率	232.52%	42.07%	43.88%	27.92%
其他流动资产	277.58	10.59	6.15	6.15	净利润增长率	140.39%	46.32%	38.85%	26.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	44.38%	119.51%	24.58%	5.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	305.44	297.26	259.96	222.67	毛利率	48.76%	48.50%	47.50%	47.00%
无形资产和开发支出	69.66	181.37	178.07	174.78	三费率	21.76%	22.19%	19.81%	18.72%
其他非流动资产	138.98	152.08	114.32	76.56	净利率	18.39%	19.93%	20.35%	20.60%
<b>资产总计</b>	<b>1088.89</b>	<b>1472.71</b>	<b>1530.69</b>	<b>1789.11</b>	ROE	8.63%	11.33%	13.77%	15.05%
短期借款	140.00	20.00	0.00	0.00	ROA	4.03%	10.26%	12.01%	13.93%
应付和预收款项	52.56	164.82	140.56	257.02	ROIC	4.08%	14.52%	35.37%	25.11%
长期借款	0.00	120.00	120.00	120.00	EBITDA/销售收入	25.49%	41.45%	37.97%	32.19%
其他负债	42.01	236.06	236.06	236.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>234.58</b>	<b>540.88</b>	<b>496.62</b>	<b>613.07</b>	总资产周转率	0.29	0.37	0.43	0.50
股本	374.98	388.60	388.60	388.60	固定资产周转率	1.70	2.18	3.47	5.21
资本公积	437.45	426.57	426.57	426.57	应收账款周转率	1.98	7.14	2.43	5.40
留存收益	37.39	109.73	215.59	362.57	存货周转率	1.58	4.80	1.91	3.86
归属母公司股东权益	849.82	924.91	1030.76	1177.74	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.00	—	—	—
少数股东权益	4.49	6.92	3.31	-1.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>854.31</b>	<b>931.83</b>	<b>1034.07</b>	<b>1176.04</b>	资产负债率	36.73%	32.44%	34.27%	30.09%
负债和股东权益合计	1088.89	1472.71	1530.69	1789.11	带息债务/总负债	25.88%	24.16%	19.57%	20.57%
					流动比率	4.56	6.96	5.12	6.62
					速动比率	3.79	6.48	4.27	6.01
					股利支付率	9.39%	9.39%	9.39%	9.39%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.08	0.21	0.30	0.42
					每股净资产	2.19	2.38	2.65	3.03
					每股经营现金	0.05	-0.42	1.07	-0.47
					每股股利	0.01	0.02	0.03	0.04
业绩和估值指标									
EBITDA	107.24	235.41	293.27	310.80					
PE	94.27	64.43	46.40	36.67					
PB	8.14	7.30	6.39	5.52					
PS	17.89	13.25	9.75	7.80					
EV/EBITDA	68.41	29.41	24.25	21.38					
股息率	0.10%	0.15%	0.20%	0.26%					

数据来源: wind 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn