

园区定制行业龙头，双创业务前景广阔

——坤鼎集团深度报告



核心观点

- **公司是跨国公司园区定制行业龙头。**公司是总部位于北京的一家园区定制企业，主营业务为跨国公司园区定制服务、办公楼出租、咨询服务。公司传统业务以办公楼出租为主，随着 2015 年第一个园区定制项目（GE 医疗科技园项目）的主体竣工，公司的跨国公司园区定制业务开始走上正轨，国内从事该项业务的企业较少，上市公司中仅有公司一家，我们判断凭借强大的招商能力公司有望继续保持行业领先地位。
- **公司主题园区投资运营业务发力在即。**我国产业园区目前面临园区过度供给，产业内行业杂糅、特色不明显的问题，而建设主题园区有望成为产业园区发展的新道路，公司通过与地方政府合作的方式建立主题产业园区，具体运作模式依然是先招商再投资。截至 2015 年 1 季度我国共有 2258 万家企业，即使已入驻产业园区的企业依然可成为公司的客户，主题园区业务未来发展空间广阔。
- **公司双创业务前景广阔。**在“大众创业、万众创新”的时代背景下，园区类公司开展双创业务是大势所趋，国内已有多家园区公司开展双创业务，公司与京视传媒的合作标志着公司双创业务的开始。考虑到公司本身的园区招商业务可使公司接触到大量初创企业，公司双创业务未来发展前景广阔。

财务预测与投资建议

- 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.91、0.95、0.98 元，因公司主要收入来源于园区定制业务，公司园区定制业务的商业模式更类似于建筑承包业务而非房地产业务，故我们选择典型的建筑承包公司作为可比公司。目前二级市场可比公司 2015 年 PE 估值区间为 31 - 34 倍。考虑到新三板交易流动性不足问题给予 30% 折价，公司的合理估值区间为 2015 年 22 - 24 倍，按预测公司 2015 年 EPS 为 0.91 元，对应合理价格区间为 20.02 - 21.84 元。

风险提示：（1）招商风险。

（2）宏观经济下行风险。

公司主要财务信息					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	3	6	618	795	866
同比增长	-	112.0%	10046.6%	28.5%	9.0%
营业利润（百万元）	(22)	(41)	121	161	166
同比增长	-	-86.5%	395.2%	33.2%	2.8%
归属母公司净利润（百万元）	(23)	(38)	111	115	118
同比增长	-	-64.3%	391.3%	4.0%	2.8%
每股收益（元）	(0.19)	(0.31)	0.91	0.95	0.98
毛利率	61.8%	90.6%	28.9%	28.7%	27.4%
净利率	-803.7%	-622.9%	17.9%	14.5%	13.6%
净资产收益率	-158.6%	-79.7%	49.5%	26.3%	21.5%
市盈率（倍）	(95.8)	(58.3)	18.8	18.1	17.6
市净率（倍）	76.0	33.5	5.5	4.2	3.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

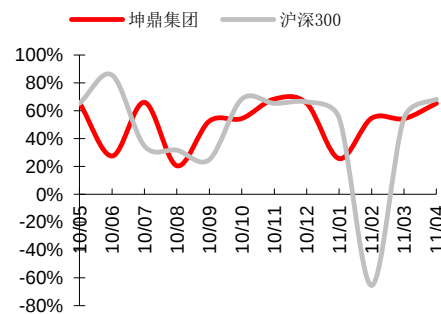
投资评级

买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2015 年 12 月 09 日）	17.00 元
目标价格	21.84 元
52 周最高价/最低价	18.40/15.80 元
总股本/流通 A 股（万股）	12100/2100
A 股市值（百万元）	21,30
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2015 年 12 月 10 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	13.0			
相对表现 (%)	15.0			
沪深 300 (%)	-2.0	6.4	-7.8	46.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

竺劲

021-63325888*6084

zhujing1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S086051406003

联系人

王汉秦

021-63325888*4036

wanghanqin@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、跨国公司园区定制行业龙头.....	4
二、主题园区投资运营业务发力在即.....	7
三、双创业务前景广阔.....	9
盈利预测与投资建议	10
盈利预测	10
投资建议	11
风险提示	12

图表目录

图 1：2015 年公司第一个园区定制项目主体竣工	4
图 2：世界 500 强企业在华设立园区总部情况	5
图 3：定制园区业务将成为公司利润的主要来源	5
图 4：公司拥有 5 大招商途径，招商能力强大	6
图 5：武汉光谷软件园每平米产值远超全国平均水平	8
图 6：2015 年 1 季度我国共有 2258 万家企业	8
表 1：公司 2014 年收入主要来源于办公楼出租和咨询服务业务	4
表 2：坤鼎集团和传统产业园区公司区别较大	6
表 3：各主要产业园区行业分布雷同，缺乏更细分的行业分类布局	7
表 4：公司目前拥有两大主题园区，合计建筑面积 24.6 万平米	9
表 5：主要产业园区公司的双创业务布局情况	9
表 6：京视传媒合作项目收入来源于栏目制作收入和学费收入	10
表 7：收入分类预测表（单位：百万元）	11
表 8：A 股可比上市公司估值表	12

一、跨国公司园区定制行业龙头

公司是总部位于北京的一家园区定制企业，主营业务为跨国公司园区定制服务、办公楼出租、咨询服务。公司成立于 2009 年 12 月，2015 年 10 月在新三板上市，总部位于北京，目前业务已向全国拓展。公司各项业务的客户均以跨国公司为主，园区定制业务是指公司根据跨国公司客户的需求建设园区或办公楼，建设完成后交付给客户，公司从中收取服务费。公司出租业务是指向跨国公司客户集中出租办公楼，单个客户收入占比较高，如公司 2013、2014 年出租业务收入的 85% 以上均来自于圣维可福斯公司。咨询服务主要是指公司子公司北京外企智地投资咨询有限公司为外资企业在国内办公提供的相关房屋中介服务。由于园区定制项目建设周期较长，公司 2015 年之前的收入主要来源于办公楼出租和咨询服务业务。

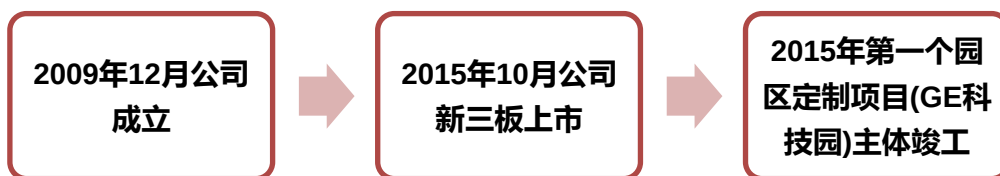
表 1：公司 2014 年收入主要来源于办公楼出租和咨询服务业务

项目	收入占比	客户	客户贡献收入占比
办公楼出租	99.3%	圣维可福斯公司	89.0%
		其他客户	11.0%
咨询服务	0.7%	公司子公司北京外企智地的外资客户	100.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

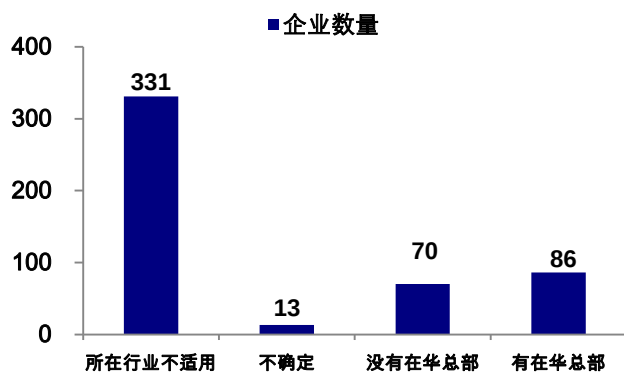
2015 年底公司第一个园区定制项目主体竣工。2015 年底公司第一个园区定制项目：“通用电气医疗研发试产运营科技园项目”主体竣工。“通用电气医疗研发试产运营科技园项目”位于北京亦庄核心区，园区总建筑面积约 8 万平米，是世界五百强企业美国通用电气公司向公司定制的地区总部园区项目。通用电气公司是全球最大的跨行业经营的科技、制造和服务型企业之一，此次入驻园区的是其旗下的 GE 中国医疗集团。GE 中国医疗集团在华员工数量超过 14000 名，在中国各地拥有 50 余个分部，此次入驻园区旨在将其先前较为分散的重要运营和研发部门统一整合，在北京经济技术开发区打造其中国区的运营和研发总部。

图 1：2015 年公司第一个园区定制项目主体竣工

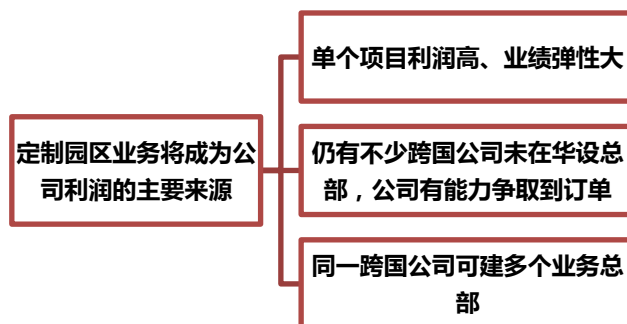


数据来源：公司公告，东方证券研究所

跨国公司园区定制业务空间巨大，预计将成为公司主要利润来源。我们认为定制园区业务将成为公司主要利润来源，主要理由包括：（1）单个项目利润较高，业绩弹性大，公司承接少量项目即可实现高增长。公司承接的定制产业园项目单个项目利润一般在 1-1.5 亿元之间，对比公司 2014 年营业利润为负，营业收入仅为 609.5 万元，未来业绩弹性较大。（2）目前仍有不少跨国公司未在华设园区业务总部，公司竞争优势突出，有能力争取到订单。公司承接的跨国公司总部业务主要针对包括 500 强企业在内的大型企业，按照 2015 年的最新数据，世界 500 强企业中剔除不适合建设产业园的金融类、传统零售类企业，仍有 40 家企业未在华设立地区总部，此外 500 强以外的其他大型跨国公司也可成为公司客户，综合考虑可判断出公司未来订单空间仍大。公司通过完成 GE 项目积累了项目经验，树立了品牌形象。目前国内拥有园区定制业务运作经验的公司较少，上市公司中只有公司一家，公司竞争优势突出。（3）同一跨国公司可建多个园区业务总部。如 GE 在中国除北京的医疗总部外还有位于上海张江的 GE 中国科技园和位于西安的西北区域总部等多个地区总部。公司已完成合作的跨国公司仍有可能在其他业务分部上与公司合作，也存在为公司介绍上下游企业总部建设业务的可能。

图 2：世界 500 强企业在华设立园区总部情况


数据来源：财富，东方证券研究所

图 3：定制园区业务将成为公司利润的主要来源


数据来源：公司公告，东方证券研究所

园区定制业务的收入来源是服务费收入，有别于房地产开发，受房地产市场影响较小。公司与传统的园区开发公司不同，收入来源是服务费，跨国公司（如 GE）定制一个总部园区要支付的费用包括三部分：（1）投资成本。土地成本、建安成本、销售费用、管理费用、财务费用等税前成本。（2）在投资成本的基础按照 20% 比例计算的服务费（支付给公司作为公司收入）。（3）流转税费。主要是营业税金及附加和土地增值税。上述三项之和是项目的营业收入，服务费约等于税前营业利润。一般园区开发公司的业务模式是先建办公楼再招商，公司则是先招商后建办公楼，这种业务模式未来受地价和办公楼价格波动的影响较小，也不易出现库存积压问题。

表 2：坤鼎集团和传统产业园区公司区别较大

项目	传统产业园区公司	坤鼎集团
收入来源	售楼收入、租赁收入	服务费收入
投资成本	产业园区公司支付	坤鼎集团先行支付，交付后客户再将成本付给坤鼎集团
招商、投资顺序	先投资，再招商	先招商，再投资
地价上涨影响	成本上涨，毛利率下降	影响不大，服务费收入根据投资成本的 20% 收取
房价上涨影响	收入提高，毛利率上升	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司有五大招商途径，招商能力强大。公司通过完成 GE 产业园项目积累了项目经验，树立了品牌形象，有利于公司招商工作的进一步拓展。公司拥有多样化的招商途径，具体包括（1）**五大代理行合作招商**。世邦魏理仕、仲量联行、高力国际等五大代理行是公司的重要合作伙伴，可利用其客户资源为公司招商。（2）**管委会推荐项目**。目前主要是北京经济开发区管委会向公司推荐项目，未来随着公司业务逐渐拓展到全国，我们预计向公司推荐项目的管委会数量会增多。（3）**FESCO 合作招商**。公司与北京外企人力资源服务有限公司（FESCO）形成战略合作关系，有利于利用其客户关系促进招商。（4）**海外商会招商**。公司与德国工商会、德中经济联合会、法国商会、瑞典 FPX 等组织建立了友好关系，有利于通过商会招商。（5）**利用已有客户进行产业链招商**。

图 4：公司拥有 5 大招商途径，招商能力强大


数据来源：公司公告，东方证券研究所

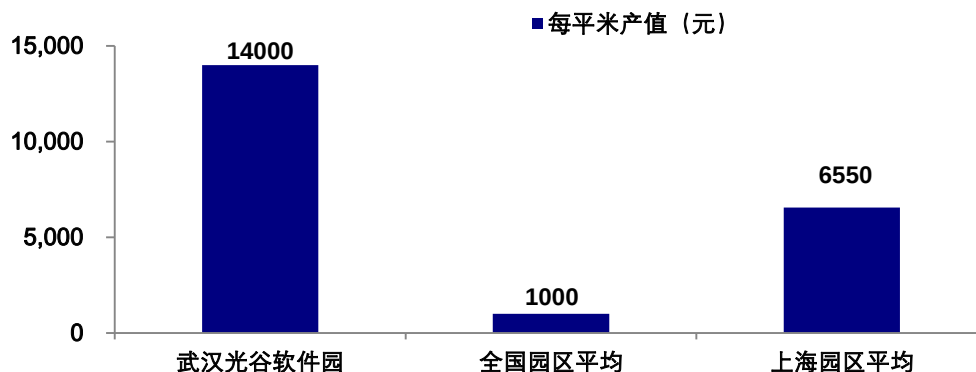
二、主题园区投资运营业务发力在即

我国产业园区行业步入集约式发展阶段，精品主题园区或成为未来的发展方向。（1）我国产业园区供给过剩，空置率较高。我国产业园区自 20 世纪 80 年代兴起，经过 30 多年的发展，在对国民经济做出巨大贡献的同时自身也出现了园区供给过剩的问题，截至 2014 年底，我国共有国家级产业园区 477 家，省级产业园区 1167 家，平均每个城市拥有 4.8 家省级及以上产业园区。而在已建成的产业园区中空置率已攀升到了较高的水平，2014 年我国产业园区整体空置率高达 43.2%，即使在商务发达的上海，商务园区的空置率也超过 10%，部分园区空置率超过 20%。（2）园区产业杂糅，特色不明显。目前我国以引进外资、创办工业项目为主的经开区和以研发为主的高新区在产业结构上日渐雷同，主导产业均以电子信息、生物医药、工程机械等行业为主，园区产业类型较为综合，缺少旗帜鲜明的产业特色。产业园区的价值在于集聚产生的协同效应，区位不合理，园区内企业类型杂糅、空置率较高的园区将失去对企业的吸引力，已进驻企业也存在流失可能。（3）以单一行业为主题的优质园区已显示出较强的运营能力。以武汉光谷软件园为代表的优质主题园区已展现出较强的运营能力，光谷软件园区项目用地仅为 88 万平米，却集聚了湖北省 60% 以上的软件及服务外包产业，园区年产值 120 亿元，每平米产值 1.4 万元，对比我国全国园区平均每平米产值约 1000 元，园区经济较为发达的上海市平均每平米园区产值约 6550 元，可知光谷软件园的单位产出处于较高水平。

表 3：各主要产业园区行业分布雷同，缺乏更细分的行业分类布局

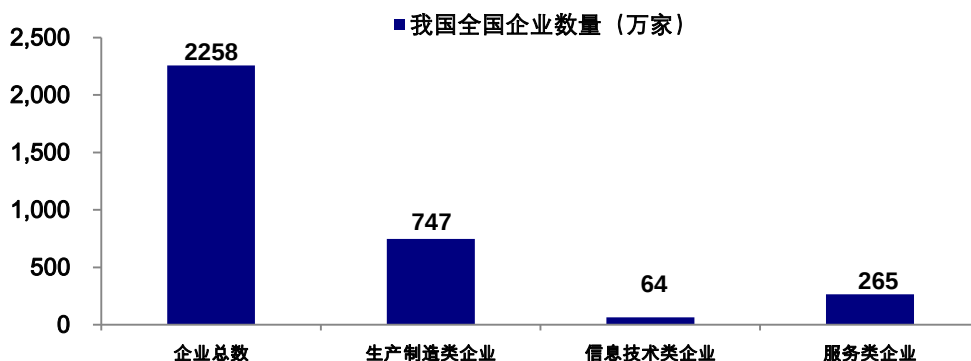
经开区	主导产业	高新区	主导产业
苏州工业园区	电子制造、机械制造、生物医药、新材料	北京中关村国家自主创新示范区	移动互联网和移动通信、卫星应用、生物健康、节能环保、轨道交通
天津经开区	电子信息、食品、机械、生物医药	上海张江国家自主创新示范区	信息技术、生物医药、低碳环保、民用航空研发、汽车配套
广州经开区	化学、软件、电子和通信设备、医药、饮料制造	武汉东湖国家自主创新示范区	光电子信息、生物、新能源、环保、消费类电子
青岛经开区	工程机械、港口海洋装备、石化、家电电子、汽车	深圳国家自主创新示范区	生物医药、电子信息、文化创意、航空航天、先进装备制造
武汉经开区	汽车、电子电器、印刷包装、食品饮料、生物医药、新能源新材料	成都高新区	信息技术、生物、装备制造、节能环保

数据来源：《中国产业园区持续发展蓝皮书（2014 年版）》，东方证券研究所

图 5：武汉光谷软件园每平米产值远超全国平均水平


数据来源：上海市经信委，东方证券研究所

主题园区投资运营业务空间广阔。相较于跨国公司园区定制业务侧重于对增量的获取，主题园区投资运营业务侧重于对存量的盘活，主题园区的意义在于通过与地方政府合作将原本分散在各处的同类型企业聚集在一起，通过企业迁移实现产业协同。具体运作模式依然是先招商再投资，但也会有部分办公楼先投资再招商。截至 2015 年 1 季度我国国内共有 2258 万家企业，其中制造类企业 747 万家，信息技术类企业 64 万家，服务类企业 265 万家，即使已入驻产业园区的企业依然可成为公司的客户，公司主题园区业务未来发展空间广阔。

图 6：2015 年 1 季度我国共有 2258 万家企业


数据来源：《中国企业数据报告》，东方证券研究所

公司目前拥有台铭和苏州两大主题园区，合计建筑面积为 24.6 万平米。台铭国际企业花园坐落于北京市通州区，是通州区政府重点扶持，北京环渤海高端总部基地管委会及台湖镇政府招商引资的重点工程项目。园区定位为传媒主题园区，是公司试水的第一个主题产业园，园区总建筑面积 6.6 万平米，共有 77 座纯商务独栋。目前园区已引入京视传媒合作项目入驻，同时与多家企业达成入驻意向，公司未来计划在该园区内引入更多传媒属性的企业，实现产业协同。苏州国际医疗器械产

业园位于苏州高新区内，规划建筑面积 18 万平米，该园区定位为医疗主题产业园，目前园区还在建设过程中，预计 2017 年之后有望建设完成。

表 4：公司目前拥有两大主题园区，合计建筑面积 24.6 万平米

名称	位置	建筑面积 (万平米)	主题	建设情况
台铭国际企业花园	北京市通州区	6.6	传媒	16 年将全部建成
苏州国际医疗器械产业园	苏州市高新区	18.0	医疗	预计 17 年之后建成

数据来源：公司公告，东方证券研究所

三、双创业务前景广阔

园区运营类公司开展双创业务是大势所趋、优势所在。在“大众创业、万众创新”已成为时代背景的情况下，园区类公司参与双创业务不仅符合国家产业政策导向，同时还可结合自身区位优势获得较大收益，科创板和战略新兴板的出台更将拓宽股权投资的退出渠道。相较于园区开发、招商服务等业务，通过入股初创企业或项目获取后续的投资收益是持续性更强的盈利模式。华夏幸福、市北高新、张江高科等多家产业园区公司已建立企业孵化器基地，积极开展双创业务。

表 5：主要产业园区公司的双创业务布局情况

公司	双创布局	特点
华夏幸福	股权投资、建立孵化器基地、帮助获得贷款融资、提供基础设施服务	与高校合作加速科技成果转化
市北高新	股权投资、建立孵化器基地、帮助获得贷款融资、为在孵企业提供研发、生产、经营场地和办公方面的共享设施，建立青年实习基地为企业输送人才	股权投资与服务并重
张江高科	股权投资、建立孵化器基地、帮助获得贷款融资、帮助争取政府房租补贴及申请国家认证、撮合并购重组	股权投已成为公司主要盈利来源，股权投资收益在公司利润结构中占比较高

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司与京视传媒的合作标志着公司双创业务的开始。2015 年 11 月 4 日公司公告拟与北京京视传媒有限公司合作办学，双方拟于台铭国际企业花园内打造以 BTV 少儿传媒学院和 BTV 传媒职业学院为基础的京视传媒实训基地。京视传媒是北京电视台控股的一级企业，负责北京电视台的所有经营性资产的运营活动。公司的合作收入将来自于传媒影视基地培训学费收入。按照公司与京视传媒的约定，公司收取全部收入的 20%，京视传媒收取 80%。在合作过程中公司只需要提供培训场地（办公楼），其他的栏目运作和教学计划、教学组织、教学管理、招生及学员管理等活动均由京视传媒负责。公司未来计划在园区内选择创新创业型的项目和企业进行投资，分享其成长带来的收益，并使之成为公司未来稳定的收入来源。公司通过租金入股模式引入双创企业，减少现金需求的同时分享企业成长收益，考虑到公司本身的园区招商业务可使公司接触到大量初创企业，公司双创业务未来发展前景广阔。

表 6：京视传媒合作项目收入来源于栏目制作收入和学费收入

业务板块	收入来源	分成比例	公司承担义务	京视传媒承担义务
双创基地学费分成	学费分成	公司 20%，京视传媒 80%	提供场地	制定教学计划、教学组织、教学管理、招生及学员管理

数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2015-2017 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司收入主要来自于园区定制服务和产业园区业务，办公楼租赁业务、咨询业务和双创业务占比较小。
- 2) 台铭花园在 2016 年完成主体竣工，整体毛利率与 2015 年 1-4 月已结算的部分相同。台铭花园于 2013 年开工建设，园区地产项目一般建设期在 2-4 年，考虑到台铭花园在 2015 年已经竣工了部分办公楼，我们假设 2016 年台铭花园将完成主体竣工。公司公告显示 2015 年 1-4 月已结算的台铭花园办公楼的毛利率是 29.46%，我们假设项目整体的毛利率水平与之相同。
- 3) GE 科技园在 2015 年底完成主体竣工。公司公告显示 GE 科技园将在 2015 年底至 2016 年 3 月竣工，我们据此假设 2015 年底 GE 科技园将实现主体竣工，剩余部分将于 2016 年竣工。
- 4) 咨询业务收入规模保持不变。因公司的咨询服务与公司未来的主要业务园区定制业务关联不大，在主要业务规模增大时不会受其影响，故我们假设公司未来咨询业务的业务规模和服务价格保持不变，故咨询业务收入保持不变。
- 5) 公司于 2016 年收回租赁的办公楼用于出售。公司公告显示台铭花园内的办公楼主要用于销售，同时公司目前用于出租的办公楼位于台铭花园内，我们判断在 2016 年台铭花园整体竣工后公司将收回现有的租赁办公楼进行出售，故假设 2016 年之后公司的租赁业务收入为 0。
- 6) 双创业务 2016 年的学费标准为每个学生 3.1 万元/年，之后每年上涨 10%，2016 年可招到 450 名学生，2016 年之后每年招到 900 个学生。因公司双创业务主要的收入来源是入驻的 BTV 少儿传媒学院的培训学费收入，我们参照 BTV 少儿传媒学院现有的学费标准假设其入驻后的学费标准为 3.1 万元/年。BTV 少儿学院使用的办公楼是独栋别墅，楼层较低但每层面积较大，故我们假设一栋楼最大可容纳 900 名学生，15 年完成招生进度的一半。

- 7) 公司 15-17 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.8%、4.7%和 3.0%。三项费用率的假设依据是三维工程、东湖高新、东华科技、中国海诚 4 家可比公司的平均费率水平。
- 8) 公司 15-17 年的所得税率维持 25%。

表 7：收入分类预测表（单位：百万元）

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
园区定制业务销售收入	0.0	0.0	405.9	203.0	660.0
增长率				-50.0%	225.2%
毛利率	0.0%	0.0%	26.4%	26.4%	26.4%
产业园区业务销售收入	0.0	0.0	200.4	583.0	194.3
增长率				190.9%	-66.7%
毛利率			29.5%	29.5%	29.5%
租赁业务销售收入	2.9	6.1	6.1	0.0	0.0
增长率		110.2%	0.0%		
毛利率	61.8%	90.6%	90.6%		
双创业务销售收入	0.0	0.0	0.0	2.8	6.1
增长率					120.0%
毛利率				82.0%	91.8%
咨询业务销售收入	0.0	0.0	6.0	6.0	6.0
增长率			14715.7%	0.0%	0.0%
毛利率		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	2.9	6.1	618.5	794.8	866.5
增长率		112.0%	10046.6%	28.5%	9.0%
毛利率	61.8%	90.6%	28.9%	28.7%	27.4%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.91、0.95、0.98 元，因公司主要收入来源于园区定制业务，公司园区定制业务的商业模式更类似于建筑承包业务而非房地产业务，故我们选择典型的建筑承包公司作为可比公司。目前二级市场可比公司 2015 年 PE 估值区间为 31-34 倍。考虑到新三板交易流动性不足问题给予 30%折价，公司的合理估值区间为 2015 年 22-24 倍，按预测公司 2015 年 EPS 为 0.91 元，对应合理价格区间为 20.02-21.84 元。

表 8：A 股可比上市公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2015 年 12 月 9 日	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
三维工程	002469	15.7	0.5	0.5	0.6	34.1	33.6	26.8
东湖高新	600133	11.4	0.5	0.3	0.3	24.4	33.5	33.5
中国海诚	002116	18.2	0.5	0.6	0.7	37.3	32.3	27.4
宁波建工	601789	11.4	0.4	0.4	0.4	30.2	30.7	32.5
	平均					32.1	32.9	30.0

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

(1) 招商风险。公司主要收入利润将由园区定制业务贡献，园区定制业务中招商环节是关键和先行环节，如果招商工作在未来不达预期将会对公司业务产生较大不利影响。

(2) 宏观经济下行风险。企业入驻园区和建设地区总部都与宏观经济情况高度相关，当经济下行时公司的客户将显著减少，对公司未来的发展将造成较为不利的影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	104	77	206	265	390	营业收入	3	6	618	795	866
应收账款	1	7	238	306	334	营业成本	1	1	440	567	629
预付账款	25	20	90	115	126	营业税金及附加	0	1	9	12	13
存货	440	853	924	953	845	营业费用	3	4	5	6	7
其他	50	36	38	49	53	管理费用	22	33	29	38	41
流动资产合计	620	994	1,497	1,688	1,748	财务费用	1	9	16	13	11
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	0	0	0
固定资产	35	33	32	31	31	公允价值变动收益	5	(3)	0	0	0
在建工程	0	1	3	4	5	投资净收益	(2)	3	3	3	0
无形资产	0	83	83	83	83	其他	0	0	0	0	0
其他	63	43	49	55	61	营业利润	(22)	(41)	121	161	166
非流动资产合计	98	160	167	174	180	营业外收入	0	0	17	0	0
资产总计	719	1,154	1,664	1,862	1,928	营业外支出	2	0	0	0	0
短期借款	0	0	176	118	0	利润总额	(24)	(41)	138	161	166
应付账款	54	77	220	284	315	所得税	0	0	18	40	41
其他	393	672	543	614	643	净利润	(24)	(41)	120	121	124
流动负债合计	446	749	940	1,016	957	少数股东损益	(1)	(3)	9	6	6
长期借款	228	318	322	325	328	归属于母公司净利润	(23)	(38)	111	115	118
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	-0.19	-0.31	0.91	0.95	0.98
其他	0	8	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	228	327	322	325	328		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	674	1,076	1,262	1,341	1,285	成长能力					
少数股东权益	15	12	21	27	33	营业收入	-	112.0%	10046.6%	28.5%	9.0%
股本	100	100	121	121	121	营业利润	-	-86.5%	395.2%	33.2%	2.8%
资本公积	(40)	35	218	218	218	归属于母公司净利润	-	-64.3%	391.3%	4.0%	2.8%
留存收益	(31)	(69)	42	155	271	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	61.8%	90.6%	28.9%	28.7%	27.4%
股东权益合计	45	78	401	520	642	净利率	-803.7%	-622.9%	17.9%	14.5%	13.6%
负债和股东权益	719	1,154	1,664	1,862	1,928	ROE	-158.6%	-79.7%	49.5%	26.3%	21.5%
现金流量表						ROIC	-15.4%	-8.4%	13.9%	12.7%	12.5%
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	偿债能力					
净利润	(24)	(41)	120	121	124	资产负债率	93.8%	93.2%	75.9%	72.1%	66.7%
折旧摊销	2	4	4	4	4	净负债率	285.4%	430.5%	96.9%	52.9%	5.4%
财务费用	1	9	16	13	11	流动比率	1.39	1.33	1.59	1.66	1.83
投资损失	2	(3)	(3)	(3)	0	速动比率	0.40	0.19	0.61	0.72	0.94
营运资金变动	(64)	(197)	(360)	2	125	营运能力					
其它	(36)	31	32	0	0	应收账款周转率	3.9	1.5	5.0	2.9	2.7
经营活动现金流	(120)	(198)	(191)	137	264	存货周转率	0.0	0.0	0.5	0.6	0.7
资本支出	(45)	(82)	(10)	(10)	(10)	总资产周转率	0.0	0.0	0.4	0.5	0.5
长期投资	(38)	1	0	0	0	每股指标（元）					
其他	2	(14)	3	3	0	每股收益	-0.2	-0.3	0.9	1.0	1.0
投资活动现金流	(81)	(95)	(8)	(8)	(10)	每股经营现金流	-1.0	-1.6	-1.6	1.1	2.2
债权融资	231	184	4	3	3	每股净资产	0.2	0.5	3.1	4.1	5.0
股权融资	100	75	164	0	0	估值比率					
其他	(91)	(26)	160	(73)	(131)	市盈率	-90.1	-54.8	18.8	18.1	17.6
筹资活动现金流	240	233	327	(70)	(129)	市净率	71.4	31.4	5.5	4.2	3.4
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	-121.5	-84.7	16.8	13.3	13.2
现金净增加额	39	(61)	129	59	125	EV/EBIT	-111.8	-73.6	17.3	13.6	13.5

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，1、东方证券担任该挂牌公司做市商；2、东方证券持有该挂牌公司股票占其总股本1%以上；3、上海东方证券创新投资有限公司持有该挂牌公司股票占其总股本1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn