

全面布局保险，金控雏形初显

■天茂集团通过布局保险转型金融。2015年以来，公司通过两次非公开发行股票募集资金，收购国华人寿与安盛天平股权，借力保险需求的提升综合发展寿险与财险。我国居民对保险产品的重视程度逐渐提高，2004年保险产品居民金融资产中占比为8%，2014年提高到10%，居民财富结构转型催化保险需求；同时，我国人口老龄化加速，2010年至2014年五年间，65岁及以上人口占比同比增长都大于或等于0.25个百分点，2014年我国65岁及以上人口占比达到10%，未来5-10年间，我国老龄化趋势还将持续，人口结构变化产生保险刚需（WIND数据）。未来公司将结合国华人寿与安盛天平，形成金融保险为主，原主业化工与医疗为辅的发展模式。

■国华人寿推动天茂集团扭亏为盈。2016年2月，天茂集团完成对于国华人寿的收购与增资并实现并表，天茂集团在国华人寿的持股占比由7.14%提升至51%（公司公告，下同）。

(1) 国华人寿资产驱动负债，实现规模快速增长。作为一家中小型保险公司，国华人寿选择“资产驱动负债”的道路，发力互联网金融，2012年12月万能险产品三天内销售额达到1亿元，2015年携手支付宝钱包推出“互联网+养老”概念。2015年国华人寿实现投资收益56亿元，同比增长49%，保险保费收入237亿元，同比大幅增长572%，保费收入在中资人身保险公司中排名13位。此次刘益谦通过天茂集团对国华人寿进行增持，国华人寿将有望借此提升自身综合实力。

(2) 国华人寿推动天茂集团2016年一季度扭亏为盈。根据公司业绩预告，2016年一季度天茂集团归属于上市公司股东的净利润达到7.5至8亿元，实现扭亏为盈，其中，国华人寿归属于天茂集团净利润约3亿元，净利润贡献占比超过40%。

■安盛天平具有独特市场竞争优势。2016年3月，天茂集团发布非公开发行A股股票预案，拟收购安盛天平股权，收购完成后，天茂集团在安盛天平的持股占比将达到50%。

(1) 安盛天平经营状况良好，净利润实现大幅增长。2015年，安盛天平保费收入与投资收益分别为73亿元、5.4亿元，同比增速分别达到10%和52%。2015年，安盛天平净利润超过2亿元，为2014年净利润的近12倍，实现大幅增长。

(2) 安盛天平在市场地位以及股东资源方面具有独特竞争优势。2015年，安盛天平保费收入在我国外资财险公司总收入中排名第一，收入占比高达41%，市场地位优势明显；安盛天平股东安盛瑞士是全球领先保险公司法国安盛集团的全资子公司，未来公司将借股东优势，提升自身竞争力。

■大股东新理益集团积极布局金控。

(1) 新理益集团收购长江证券，金控资源丰富。2015年长江证券发布公告称，新理益集团受让海尔投资所持有的长江证券14.72%股权，该收购于2016年初完成，新理益集团成为长江证券第一大股东。同时，新理益集团控制包括天茂集团、理家盈、一仟互联网金融以及新理益地产投资在内的众多企业，积极布局金控。新理益集团作为大股东参与天茂集团非公开发行，集团丰富的金控资源和雄厚的资本实力，使天茂集团非公开发行的成功实施可期。

(2) 天茂集团未来或将借助大股东新理益集团实现结构优化与盈利提升。作为新理益集团旗下的上市平台，天茂集团拥有注入新理益集团金融资产的可能性，未来天茂集团的保险板块或将与新理益集团持有的证券、地产以及互联网金融等形成协同发展，实现结构优化与盈利的提升。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价11元。我们预计公司2016年-2018年的EPS分别为0.29元、0.40元、0.50元。

■风险提示：宏观经济下滑超预期，非公开发行股票失败

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	806.4	541.1	19,194.0	23,817.9	28,460.0
净利润	83.8	247.3	1,624.7	2,284.4	2,857.1
每股收益(元)	0.02	0.06	0.29	0.40	0.50
每股净资产(元)	0.34	0.41	3.97	4.37	4.81
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	444.6	150.7	30.5	21.7	17.3
市净率(倍)	25.7	21.4	2.2	2.0	1.8
净利润率	10.4%	45.7%	8.5%	9.6%	10.0%
净资产收益率	5.8%	14.2%	7.2%	9.2%	10.5%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%
ROIC	5.7%	24.1%	89.9%	20.4%	66.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

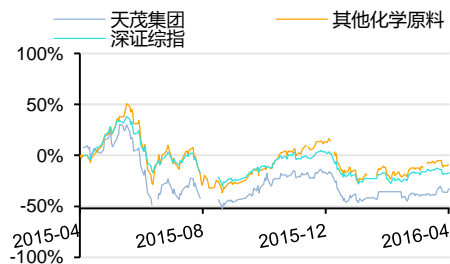
首次评级

6个月目标价：11元
股价(2016-04-27) 8.75元

交易数据

总市值(百万元)	37,267.95
流通市值(百万元)	11,843.81
总股本(百万股)	4,259.19
流通股本(百万股)	1,353.58
12个月价格区间	6.26/16.95元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.65	12.73	-21.01
绝对收益	10.19	22.18	-31.94

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

1. 公司概况

天茂集团于 1996 年于深圳证券交易所上市，公司主业为金融保险、医药和化工业务。截至 2016 年 2 月，公司大股东为新理益集团有限公司，持股占比 42.9%，刘益谦持有新理益集团 84.14% 股权，为新理益集团和天茂集团的实际控制人（公司公告，下同）。近年来，受宏观经济下行和产能过剩的影响，公司医药和化工业务的生产经营日趋困难，2013-2015 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别亏损 1.1 亿元、1.64 亿元和 1.53 亿元。

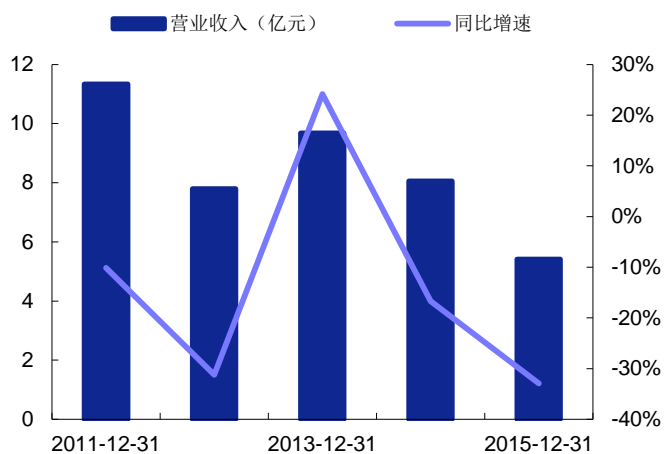
公司重点发展金融板块业务，金控雏形初显。2015 年以来，公司深化布局金融保险业务，持股国华人寿和安盛天平，未来将实现保险为主，医药与化工为辅的业务发展模式。

表 1：天茂集团十大股东明细（截至 2016 年 2 月）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例
1	新理益集团有限公司	1,827,970,487	42.92%
2	刘益谦	850,000,000	19.96%
3	王薇	555,604,700	13.04%
4	张萍	15,228,254	0.36%
5	国泰君安证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	13,046,500	0.31%
6	东方证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	12,335,300	0.29%
7	中国银河证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	12,167,600	0.29%
8	方正证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	11,636,300	0.27%
9	招商证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	11,015,500	0.26%
10	广发证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	10,896,200	0.26%
	合计	3,319,900,841	77.96%

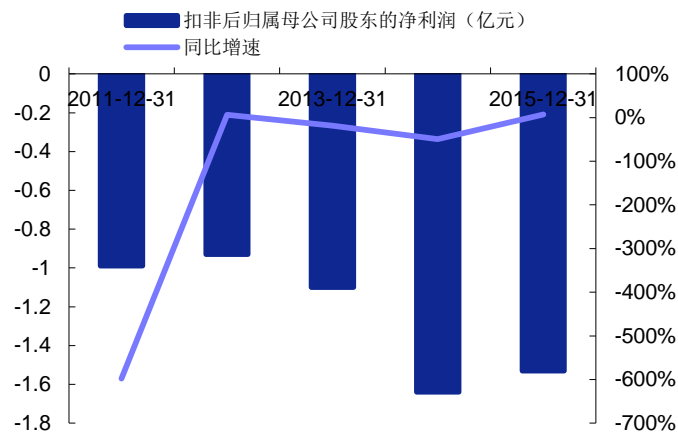
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 1：营业收入近年有所下滑



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：扣除非经常性损益的净利润



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 布局保险，转型金融

2015 年以来，公司通过两次非公开发行股票募集资金，收购国华人寿与安盛天平股权，涉足寿险与财险，综合发展保险板块资产与业务，进一步深化保险布局，未来将形成金融保险为主，化工与医疗为辅的发展模式，借助保险业的快速发展，在国华人寿与安盛天平的带动下，提升盈利能力与综合实力。

(1) 2016 年 2 月，天茂集团完成非公开发行 29 亿股并上市，发行对象为新理益集团、刘

益谦和王薇,募集资金总额 98.5 亿元,扣除相关发行费用后实际募集资金净额为 97.9 亿元,其中 72.4 亿元用于收购国华人寿 43.86%的股权,25.5 亿元对国华人寿进行增资,收购和增资完成后,天茂集团在国华人寿的持股占比由 7.14%提升至 51% (公司公告,下同)。

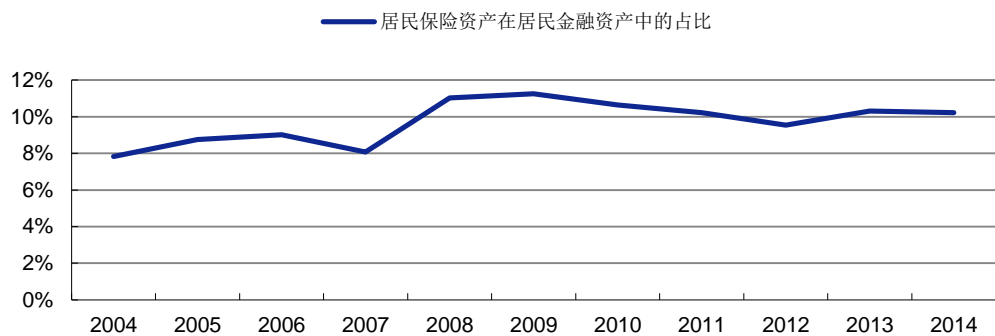
(2) 2016 年 3 月,公司发布非公开发行 A 股股票预案,拟非公开发行的股票合计不超过 14 亿股,发行对象为包括公司实际控制人刘益谦在内的不超过十名(含十名)特定投资者,募集资金总额不超过 95 亿元,其中,47.68 亿元用于收购安盛天平 40.75%股权,43.86 亿元用于对国华人寿进行增资,收购和增资之后,天茂集团在安盛天平的持股占比将由 9.25% 增加到 50%,在国华人寿的持股占比将维持在 51%。

2.1. 保险需求提升

(1) **居民财富结构转型催化保险需求:** 我国居民对保险产品的重视程度逐渐提高,2004 年保险产品居民金融资产中占比为 8%,2014 年提高到至 10%,居民财富结构转型催化保险需求 (WIND 数据,下同)。

(2) **人口结构变化产生保险刚需:** 我国人口老龄化加速,2010 年至 2014 年五年间,65 岁及以上人口占比同比增长都大于或等于 0.25 个百分点,2014 年我国 65 岁及以上人口占比达到 10%,未来 5-10 年间,我国老龄化趋势还将持续,人口结构变化产生保险刚需。

图 3: 居民保险资产在居民金融资产中的占比



资料来源:保监会,安信证券研究中心

2.2. 国华人寿利润贡献占比较大

国华人寿保险设立于 2007 年 11 月,目前已在 18 个省市设立分公司。2016 年 2 月,天茂集团完成对于国华人寿的收购与增资,天茂集团在国华人寿的持股占比由 7.14%提升至 51% (公司公告,下同)。

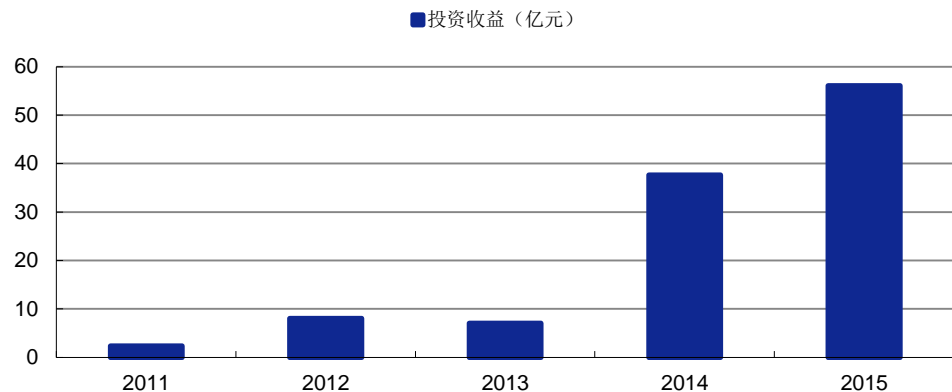
国华人寿实现并表,使得天茂集团 2016 年一季度净利润扭亏为盈。根据公司业绩预告,2016 年一季度天茂集团归属于上市公司股东的净利润达到 7.5 至 8 亿元,实现扭亏为盈,主要原因在于公司控股子公司国华人寿纳入并表。2016 年 3 月,国华人寿成为天茂集团控股子公司,从 2016 年 3 月 16 日起纳入合并报表,2016 年 3 月 16 日至 2016 年 3 月 31 日期间,国华人寿实现净利润约 6 亿元,归属于天茂集团净利润约 3.06 亿元,净利润贡献占比超过 40% (公司公告,下同)。

表 2：2016 年 2 月国华人寿股权结构变更

2016 年 2 月非公开发行股票完成前	
上海日兴康生物工程有限公司	20%
上海合邦投资有限公司	20%
海南凯益实业有限公司	19.19%
上海博永伦科技有限公司	17.74%
上海汉晟信投资有限公司	15.93%
天茂实业集团股份有限公司	7.14%
2016 年 2 月非公开发行股票完成后	
天茂实业集团股份有限公司	51%
海南凯益实业有限公司	19.19%
上海博永伦科技有限公司	17.74%
上海汉晟信投资有限公司	12.07%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

国华人寿实行资产驱动负债发展模式。作为一家中小型保险公司，国华人寿选择“资产驱动负债”的道路。2015 年实现投资收益 56 亿元，同比增长 49%，公司在 2015 年上半年抓住市场投资机会，股票和基金在投资资产比例中的占比达到 35%。值得注意的一点是，国华人寿的权益类投资全部计入可供出售金融资产，以公允价值计量且其公允价值变动记入当期损益的金融资产为零，公司对于权益类投资收益的会计处理较为平滑。

图 4：2011 年-2015 年国华人寿投资收益


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

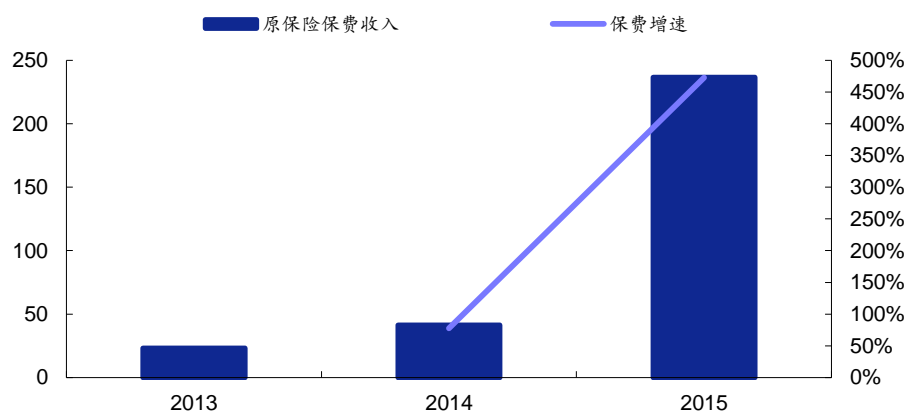
表 3：国华人寿投资结构

	2015 年 6 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
股票+基金 (亿元)	223.94	132.41	40.29
债权 (亿元)	59.23	58.76	27.07
总资产 (合并)	639.21	518.9	308.71
股票+基金投资资产比例	35.03%	25.52%	13.05%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

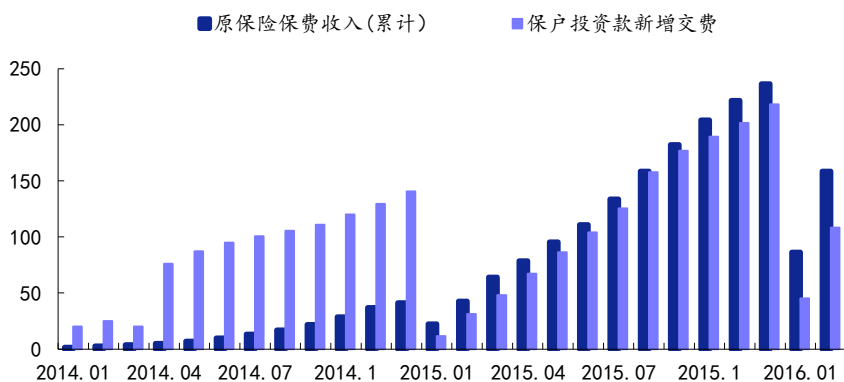
国华人寿保费收入持续增长。2015 年国华人寿原保险保费收入为 237 亿元，在中资人身保险公司中的排名为 13 位，实现保户投资款新增交费 218 亿元，同比增长 55%。截止 2016 年 3 月，寿险公司原保险保费收入 9640 亿元，同比增长 53%。公司抓住人身险快速发展的机遇，2016 年前 3 月累计原保费收入达到 184 亿元，同比增长 289%。

图 5：2013-2015 原保险保费收入



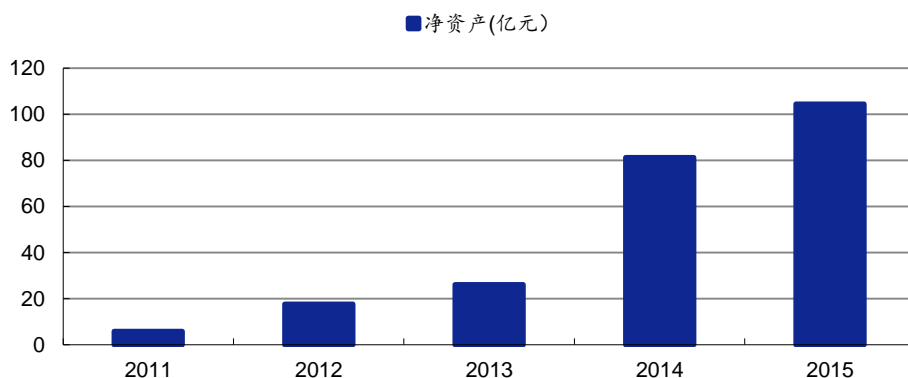
资料来源：保监会，安信证券研究中心

图 6：原保费保费收入和保户投资新增交费收入



资料来源：保监会，安信证券研究中心

图 7：2011 年至 2015 年公司净资产逐年提升

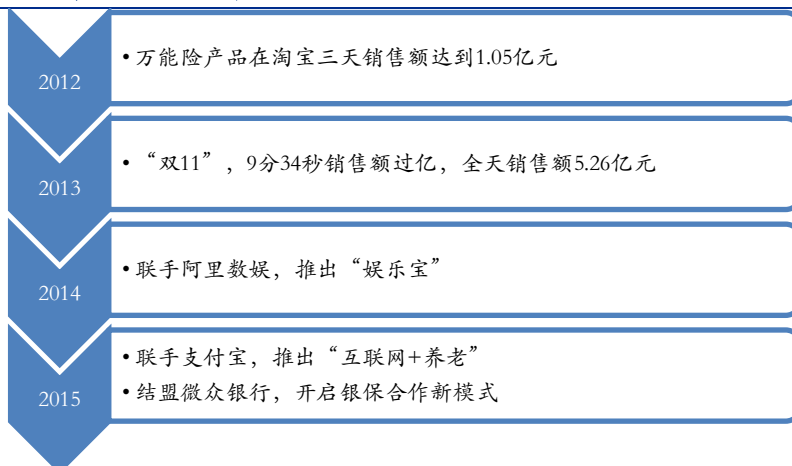


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司抓住互联网大趋势，发展创新业务。早在 2012 年就开始布局互联网保险，2012 年 12 月，万能险产品三天时间在淘宝销售保险 4306 件，销售额达到 1 亿元，创造了“三天过亿”的业内神话。2014 年，国华人寿联手阿里数字娱乐事业群推出“娱乐宝”，将保险理财与大电影相结合，首期便募集了 7300 万元。2015 年国华人寿继续发力互联网保险，携手支付宝

钱包推出“互联网+养老”概念，通过支付宝账户购买养老年金保险产品。目前虽然互联网金融面临整治，但长远来看，更加规范的互联网金融平台与细则，有利于行业的健康发展。

图 8：国华人寿互联网布局

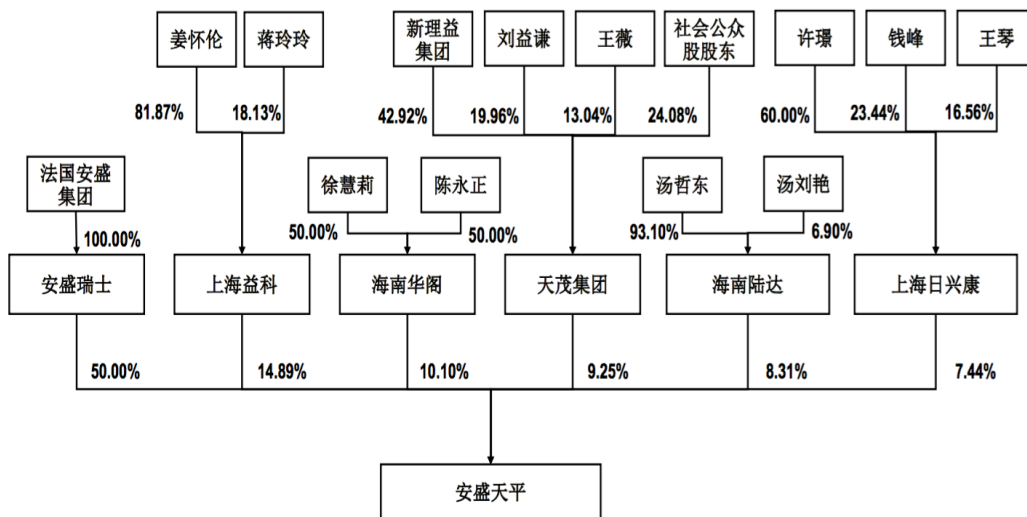


资料来源：国华人寿官网，安信证券研究中心

2.3. 安盛天平净利润大幅增长

安盛天平设立于 2004 年 12 月，是一家中外合资保险公司，经营的保险业务主要分为机动车辆保险、非机动车辆保险及意外、健康保险三大类产品。截至 2016 年 3 月 11 日，安盛瑞士（AXA Versicherungen AG）持有安盛天平 4.23 亿股，占安盛天平总股本的 50%，而天茂集团在安盛天平的持股占比为 9.25%（公司公告，下同）。

图 9：安盛天平股权结构（截至 2016 年 3 月 11 日）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

天茂集团拟收购安盛天平股权。2016 年 3 月，天茂集团发布非公开发行 A 股股票预案，非公开发行募集资金到位后，公司拟收购上海益科、海南华阁、海南陆达及上海日兴康持有的安盛天平 14.89%、10.1%、8.31%和 7.44% 股权，收购完成后，天茂集团在安盛天平的持股占比将达到 50%。

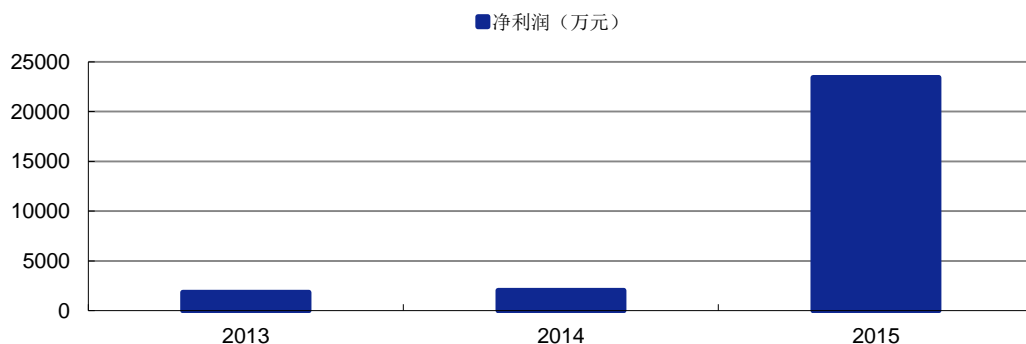
图 10: 安盛天平在天茂集团收购完成后的股权结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

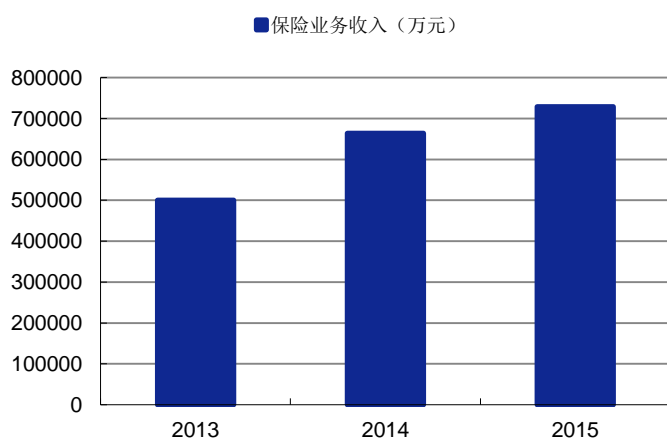
安盛天平经营状况良好, 净利润实现大幅增长。2015 年, 安盛天平实现保费收入 72.9 亿元, 同比增速为 10%, 投资收益 5.4 亿元, 同比增速达到 52%。2013 年至 2015 年, 安盛天平实现净利润逐年增长, 其中 2015 年净利润为 2.3 亿元, 为 2014 年净利润的近 12 倍。

图 11: 安盛天平净利润大幅增长



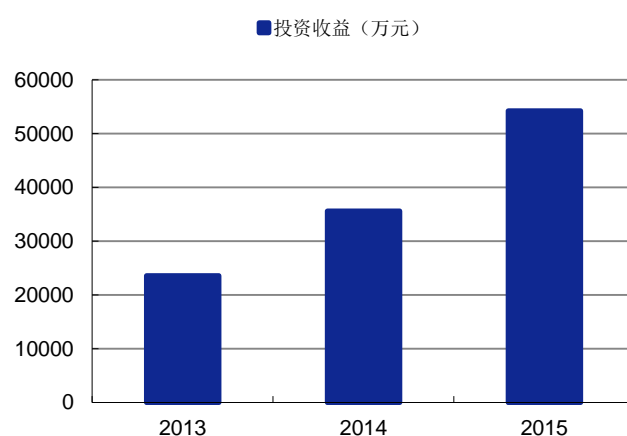
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 12: 安盛天平保费收入逐年增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 13: 安盛天平投资收益逐年增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

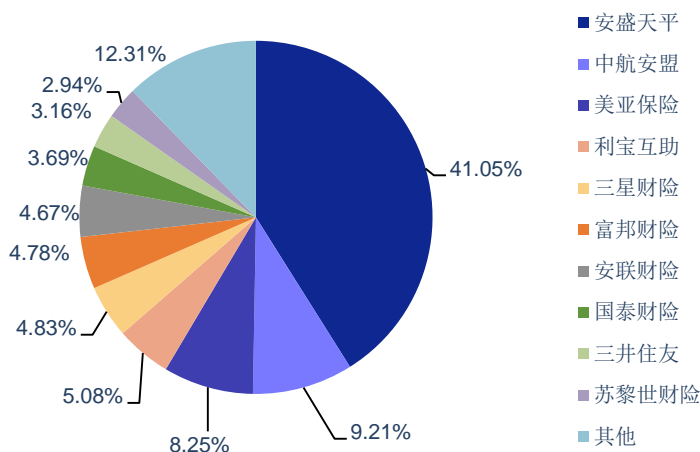
安盛天平在市场地位以及股东资源方面, 具有独特市场竞争优势。

(1) 市场地位优势。根据中国保监会数据统计, 截至 2015 年末, 我国外资财险公司共 22 家, 2015 年实现保费收入 174.5 亿元。按保费收入计算, 前十名外资财险公司保费收入占

外资财险公司总收入的 87%，市场集中度较高，其中安盛天平的市场份额高达 41%，远远领先于其他外资财险公司，在市场上具有独特地位优势。

(2) 股东资源优势。安盛天平的股东安盛瑞士是法国安盛集团全资子公司。根据《财富》杂志 2014 年世界 500 强企业排名，按照营业收入计算，法国安盛集团在全球保险行业排名第二，是全球领先的保险公司之一。截至 2015 年底，法国安盛集团业务已覆盖全球 59 个国家，客户数量达到 1 亿。未来安盛天平将借助法国安盛集团在业务、经营、渠道、市场、客户等资源上的优势，进一步提升保险产品的开发、定价、销售等方面的竞争力。

图 14: 2015 年各大外资财险公司以原保费收入计算的市场份额情况

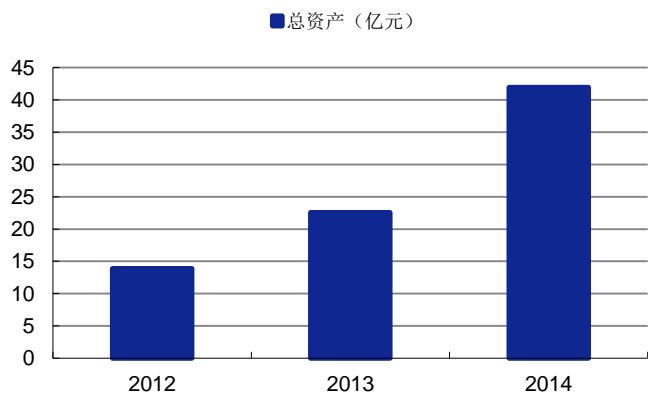


资料来源: 保监会, 安信证券研究中心

3. 新理益集团积极布局金控

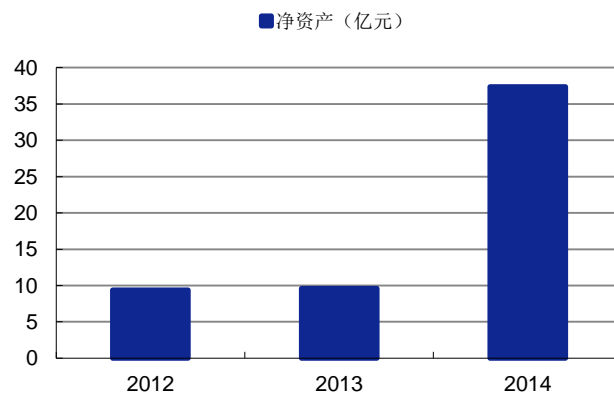
天茂集团的大股东新理益集团成立于 2000 年 1 月 25 日, 控股股东及实际控制人刘益谦在集团的持股占比为 84.14%, 注册资本为 43 亿元, 公司主营业务包括投资管理、经济信息咨询服务、投资咨询、以电子信息技术、生化工程产品的研究、以及医药投资等。2012 年至 2014 年, 新理益集团的总资产逐年增加, 2014 年, 集团总资产为 42 亿元, 同比增长 86% (公司公告, 下同)。

图 15: 新理益集团总资产逐年增加



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 16: 新理益集团净资产逐年增加



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

新理益集团积极布局金控, 拥有众多企业资产。新理益集团在天茂集团、理家盈、一仟互联网金融以及新理益地产投资的持股占比分别为 42.92%、100%、74.4%和 91%, 集团控制众

多企业。2015年，长江证券发布公告称，新理益集团受让海尔投资所持有的长江证券14.72%股权，该收购于2016年初完成，新理益集团成为长江证券第一大股东。2016年3月，新理益集团作为大股东，拟参与天茂集团非公开发行，集团所拥有众多企业以及雄厚的资产，使得天茂集团非公开发行股票的成功实施值得期待。

表 4：新理益集团控制的企业梳理（截止 2016 年 3 月）

企业名称	持股比例	注册资本	主营业务
天茂实业集团股份有限公司	42.92%	42.6 亿元	金融保险、医药和化工业务
上海理家盈贸易有限公司	100%	50 万元	服装,机电产品,钢材,化工原料(除危险品),建筑材料,实业投资,投资管理,投资咨询。
上海一仟互联网金融信息服务有限公司	74.40%	5000 万元	金融信息服务(除金融业务),接受金融机构委托从事金融信息技术外包、金融业务流程外包、金融知识流程外包等
新理益地产投资股份有限公司	91%	5 亿元	房地产开发及经营,酒店、体育场所的投资,投资管理,物业管理,投资咨询,销售建筑材料等
惠州奥林匹克花园置业投资有限公司	50%	4000 万元	房地产开发、经营;物业管理;国内贸易等
惠州奥龙体育管理咨询有限公司	100%	100 万元	企业经营管理、策划,体育项目管理咨询服务、策划等
惠州中体实业投资有限公司	100%	1 亿元	实业投资,基础设施投资经营,工程承包经营,国内贸易等
惠州颐佳物业服务有限公司	100%	300 万元	物业管理、机动车停放服务、室内装饰、体育场所及相关配套设施的经营管理,投资咨询等
上海勇达圣商务咨询有限公司	60%	10 万元	商务咨询,经济信息咨询
长江证券	14.72%	47.4 亿元	证券与期货经纪、投资咨询;证券承销与保荐;证券自营;融资融券等

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

天茂集团未来或将借助大股东新理益集团实现结构优化与盈利提升。作为新理益集团旗下的上市平台，天茂集团有注入新理益集团金融资产的可能性，未来天茂集团的保险板块或将与集团持有的长江证券、新理益地产、一仟互联网金融等金融资产形成协同发展，实现结构优化与盈利的提升。

4. 盈利预测

盈利预测：预计公司 2016-2018 年主营业务净利润为 2 亿元，1.7 亿元，1.5 亿元，保险部分净利润为 11 亿元，15.3 亿元，20.7 亿元，预计公司业务 2016 年-2018 年合计净利润为 13 亿元，17 亿元，22.2 亿元，2016 年-2018 年 EPS 为 0.29 元、0.40 元、0.50 元。

估值：主营业务市值 123 亿元，保险板块市值 500 亿元，合计市值 623 亿元，摊薄后股本 56.6 亿，目标价 11 元。

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
营业收入	806.4	541.1	19,194.0	23,817.9	28,460.0	成长性					
减:营业成本	829.8	518.0	19,168.9	23,697.9	27,994.2	营业收入增长率	-16.7%	-32.9%	3447.2%	24.1%	19.5%
营业税费	1.7	2.1	52.7	69.2	90.2	营业利润增长率	-171.6%	228.7%	393.6%	41.3%	25.3%
销售费用	13.6	14.3	361.8	493.1	625.8	净利润增长率	-183.0%	195.0%	557.1%	40.6%	25.1%
管理费用	55.6	63.2	1,576.2	2,127.2	2,735.1	EBITDA 增长率	-601.9%	106.1%	258.7%	18.2%	28.2%
财务费用	29.0	22.7	-207.5	-611.8	-697.3	EBIT 增长率	-218.9%	172.8%	303.6%	19.1%	29.4%
资产减值损失	88.2	132.2	82.6	50.0	88.3	NOPLAT 增长率	-217.5%	164.7%	433.3%	19.1%	29.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-37.5%	42.9%	424.6%	-60.0%	225.7%
投资和汇兑收益	312.5	543.5	3,480.1	4,324.9	5,279.7	净资产增长率	3.7%	19.7%	1163.0%	10.0%	10.2%
营业利润	101.1	332.2	1,639.6	2,317.2	2,903.5	利润率					
加:营业外净收支	7.9	2.2	7.6	5.9	5.2	毛利率	-2.9%	4.3%	0.1%	0.5%	1.6%
利润总额	109.0	334.4	1,647.1	2,323.1	2,908.7	营业利润率	12.5%	61.4%	8.5%	9.7%	10.2%
减:所得税	24.8	83.9	16.5	23.2	29.1	净利润率	10.4%	45.7%	8.5%	9.6%	10.0%
净利润	83.8	247.3	1,624.7	2,284.4	2,857.1	EBITDA/营业收入	25.2%	77.6%	7.8%	7.5%	8.0%
						EBIT/营业收入	16.1%	65.6%	7.5%	7.2%	7.8%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	235	258	5	4	2
货币资金	58.9	61.6	17,211.0	20,924.1	16,062.9	流动营业资本周转天数	66	117	66	67	73
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	186	244	306	437	387
应收账款	90.1	61.1	4,602.1	1,155.7	6,092.9	应收账款周转天数	37	50	44	44	46
应收票据	4.6	8.5	380.1	134.2	492.3	存货周转天数	61	92	68	74	78
预付账款	46.2	14.1	2,906.5	561.6	3,311.6	总资产周转天数	952	1,503	343	466	411
存货	140.4	136.1	7,140.2	2,685.8	9,706.6	投资资本周转天数	640	891	92	87	89
其他流动资产	53.8	57.7	37.2	49.6	48.1	投资回报率					
可供出售金融资产	716.8	418.6	378.5	504.6	433.9	ROE	5.8%	14.2%	7.2%	9.2%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	10.4%	4.8%	8.4%	7.7%
长期股权投资	-	742.0	742.0	742.0	742.0	ROIC	5.7%	24.1%	89.9%	20.4%	66.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	452.6	323.3	263.0	202.7	142.4	销售费用率	1.7%	2.6%	1.9%	2.1%	2.2%
在建工程	1.6	11.4	11.4	11.4	11.4	管理费用率	6.9%	11.7%	8.2%	8.9%	9.6%
无形资产	503.9	490.4	477.5	464.6	451.6	财务费用率	3.6%	4.2%	-1.1%	-2.6%	-2.5%
其他非流动资产	39.6	84.3	56.5	60.2	67.0	三费/营业收入	12.2%	18.5%	9.0%	8.4%	9.4%
资产总额	2,108.5	2,409.2	34,206.1	27,496.5	37,562.7	偿债能力					
短期债务	428.9	303.5	-	-	-	资产负债率	29.3%	26.0%	34.1%	9.9%	27.3%
应付账款	112.0	81.3	5,964.2	2,027.9	7,544.2	负债权益比	41.5%	35.1%	51.8%	10.9%	37.5%
应付票据	20.0	15.0	1,704.3	427.1	1,879.7	流动比率	0.68	0.79	3.92	9.74	3.52
其他流动负债	16.6	27.2	557.9	165.3	716.1	速动比率	0.44	0.48	3.06	8.71	2.56
长期借款	-	42.0	3,380.8	-	-	利息保障倍数	4.48	15.66	-6.90	-2.79	-3.16
其他非流动负债	41.3	156.5	71.2	89.6	105.8	分红指标					
负债总额	618.8	625.5	11,678.4	2,709.9	10,245.7	DPS(元)	-	0.01	0.02	0.03	0.05
少数股东权益	40.7	44.0	49.7	64.9	86.9	分红比率	0.0%	16.4%	5.5%	7.3%	9.7%
股本	1,353.6	1,353.6	5,658.3	5,658.3	5,658.3	股息收益率	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%
留存收益	76.6	323.7	16,819.6	19,063.4	21,571.8						
股东权益	1,489.7	1,783.7	22,527.6	24,786.6	27,317.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	84.1	250.5	1,624.7	2,284.4	2,857.1	EPS(元)	0.02	0.06	0.29	0.40	0.50
加:折旧和摊销	73.5	64.8	73.2	73.2	73.2	BVPS(元)	0.34	0.41	3.97	4.37	4.81
资产减值准备	88.2	132.2	-	-	-	PE(X)	444.6	150.7	30.5	21.7	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	25.7	21.4	2.2	2.0	1.8
财务费用	30.6	24.5	-207.5	-611.8	-697.3	P/FCF	55.1	-125.2	-24.3	12.8	-10.8
投资损失	-312.5	-543.5	-3,480.1	-4,324.9	-5,279.7	P/S	46.2	68.9	2.6	2.1	1.7
少数股东损益	0.3	3.3	6.0	15.5	22.5	EV/EBITDA	25.6	34.3	23.5	15.8	14.5
营运资金的变动	-73.4	11.4	-6,740.3	4,889.9	-7,537.8	CAGR(%)	201.3%	125.7%	-353.2%	201.3%	125.7%
经营活动产生现金流量	-121.3	-46.7	-8,724.0	2,326.2	-10,562.0	PEG	2.2	1.2	-0.1	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	157.2	145.4	3,520.2	4,198.7	5,350.4	ROIC/WACC	0.6	2.4	8.9	2.0	6.5
融资活动产生现金流量	-88.8	-82.4	22,353.1	-2,811.8	350.4	REP	8.4	3.8	0.5	4.2	0.5

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

赵湘怀声明, 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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

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