并购布局京津冀，大生态战略提速

岭南园林(002717)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	24.96
合理价格区间(元):	34.50~40.25

鲍荣富 研究员 执业证书编号：S0570515120002 021-28972085 baorongfu@htsc.com

黄骥 研究员 执业证书编号：S0570516030001 021-28972066 huangji@htsc.com

王德彬 研究员 执业证书编号：S0570516090001 010-56793964 wangdebing@htsc.com

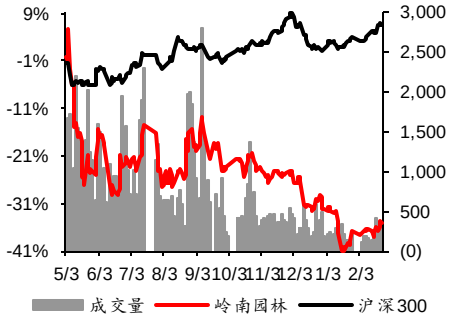
梅昕 研究员 执业证书编号：S0570516080001 021-28972080 meixin@htsc.com

方晏荷 联系人 021-28972059 fangyanhe@htsc.com

相关研究

1《岭南园林(002717,买入): 主业加速成长，打造文旅生态闭环》2017.03
2《岭南园林(002717,买入): 园林主业稳步推进，完善文旅布局》2017.01
3《岭南园林(002717):获大单彰显实力，稳步推进小环球战略》2016.09

股价走势图



资料来源：Wind

公司拟收购新港永豪 90%股权，京津冀地区业务能力大幅增强

公司 4 月 11 日公告发行股份及现金拟收购北京新港永豪 90%股权，收购对价 5.4 亿元，其中股份支付 2.97 亿元，价格 23.52 元/股，现金支付 2.43 亿元。新港永豪主业为水生态治理，业务范围主要在华北地区，尤其是北京及周边地区。新港永豪承建过包括奥运和园博园在内的多项水治理标杆工程，下半年预计参与承德水环境治理工程。被收购前已连续实现较高增长，17-19 年承诺净利润 0.63/0.78/0.98 亿元，CAGR22.7%。我们认为，公司本次并购将大大增强在京津冀地区的市场和业务拓展能力，使公司充分受益雄安新区和京津冀一体化建设。

新港永豪与公司协同效应显著，公司大生态战略补齐重要一环

新港永豪具有水利水电工程总承包施工一级资质，在承接水利和水治理工程过程中不受资质限制，过往在城市水环境建设、污水处理等 8 大领域均有良好业绩，近年来水治理工程业务占比超过 75%。公司确定大生态战略以来，在规划设计、园林建设、水生态治理技术研究方面均已处于行业前列，本次并购完成后，公司补齐了在水处理和流域治理领域的施工力量，大生态全产业链已无明显短板。我们认为，本次并购将加快公司在水生态领域研究成果的转化速度，在当前施工单位仍然是 PPP 项目主体的市场环境下，公司施工能力的增强将提高公司获取水生态 PPP 项目的能力。

2016 年起公司 PPP 订单快速上升，“生态+文旅”战略有望加速推进

2016 年下半年以来，公司新签 PPP 订单节奏明显加快，去年 9 月至今，公司新签 PPP 订单 84.47 亿元（包括邹城项目 51 亿元合作框架），已明确落地的项目超过 31.90 亿元（不含未公告项目），超过公司去年全年收入，我们判断 PPP 项目将为公司园林主业带来较大业绩弹性。公司 15 年布局“生态+文旅”双主业以来，通过收购恒润科技、德玛吉和新港永豪，已在生态和文化创意两条主线上完成专业能力布局，随着邹城项目加速推进，其在生态文旅类 PPP 项目中的示范效应将逐渐显现，公司“生态环境与文化旅游运营商”目标有望通过 PPP 模式快速推进。

内生外延共促高增长，维持“买入”评级

我们假设公司成功收购新港永豪 90%股权，上调 17-19 年净利润预测至 4.77/7.29/9.79 亿元，对应摊薄 EPS1.15/1.76/2.36 元，16-19 年 CAGR+55%。可比公司 17 年整体平均 PE 为 27.4X，公司在可比公司中预期业绩增速最高，认可给予 17 年 30-35 倍 PE，对应 PEG0.44-0.5，低于行业平均水平 0.61，合理价格区间 34.50-40.25 元，维持“买入”评级。

风险提示：定增收购进展不及预期，水体环境治理市场增长不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	414.04
流通 A 股(百万股)	188.87
52 周内股价区间(元)	22.63-40.60
总市值(百万元)	10,334
总资产(百万元)	5,337
每股净资产(元)	6.42

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,889	2,568	4,604	6,943	9,602
+/-%	73.58	35.94	79.30	50.81	38.30
净利润(百万元)	167.95	260.80	476.74	729.18	978.60
+/-%	43.53	55.29	82.80	52.95	34.20
EPS(元，最新摊薄)	0.41	0.63	1.15	1.76	2.36
PE(倍)	61.53	39.63	21.68	14.17	10.56

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

拟收购新港永豪，加码京津冀布局，补齐大生态版图

公司拟收购新港永豪，收购价格合理。公司 4 月 11 日公告发行股份及支付现金收购北京市新港永豪水务有限公司 90%股权报告书，其中发行股份支付对价 2.97 亿元，每股 23.52 元（未除权），支付现金 2.43 亿元，合计收购对价 5.4 亿元，收购完成后公司将持有新港永豪 90%股权。新港永豪在过去几年实现净利润连续高增长，过往工程业绩亮眼，参股股东实力雄厚，我们预计本次并购的完成将增加公司对京津冀市场的渗透程度，极大增强公司在水环境治理业务方面的实力，为公司大生态战略补齐最重要的一块版图。从可比收购数据来看，公司本次收购具有水利施工一级资质的新港永豪动态 PE 不足 10 倍，对价与三年业绩承诺总和之比处于行业内主要收购案例中较低水平，考虑到水处理市场未来前景广阔，我们认为公司本次收购支付对价与标的内在价值相称。

图表 1：各主要园林公司近期重大收购数据对比

上市公司	收购标的	对价（亿元）	业绩承诺（亿元） FY1	FY2	FY3	CAGR（%）	收购 PE（FY1）	对价/三年利润总和
岭南园林	新港永豪	5.4	0.63	0.78	0.98	24.72	9.52	2.26
铁汉生态	星河园林	8.45	0.64	0.85	1.10	31.1	13.2	3.26
美晨科技	赛石园林	6	0.90	1.15	1.45	26.9	6.67	1.71
岳阳林纸	凯盛园林	9.34	1.09	1.31	1.45	15.3%	8.57	2.43
丽鹏股份	华宇园林	9.99	1.05	1.30	1.69	23.4%	9.51	2.47
美尚生态	金点园林	15	1.59	1.74	1.94	10.46	9.43	2.84

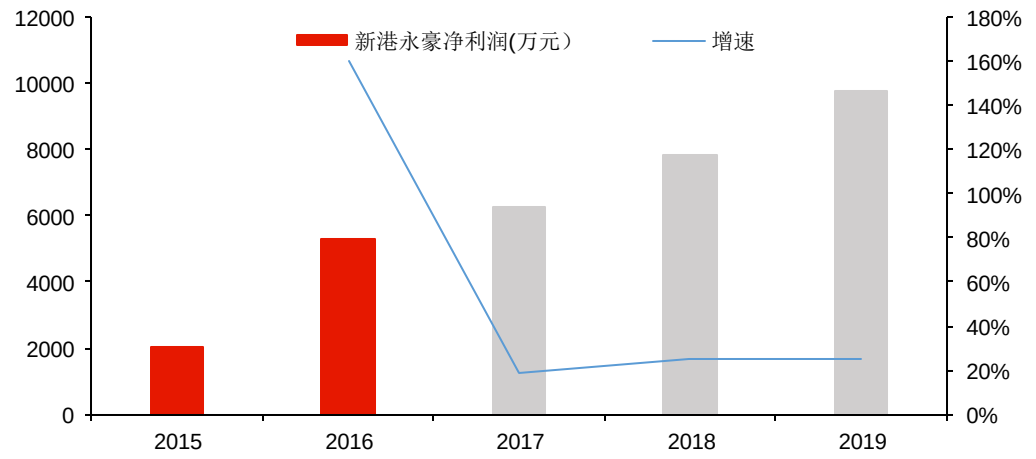
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：新港永豪 90%股权对价为 5.4 亿元，公司全部价值应为 6 亿元。

新港永豪深耕京津冀市场，过往业绩持续高增长

新港永豪过往与未来承诺收入利润快速增长，对公司业绩增厚效应明显。新港永豪 2016 年实现营收 7.01 亿元，YoY+50.4%，实现净利润 0.53 亿元，YoY+160%，17-19 年承诺净利润 6250 万元、7813 万元、9766 万元，CAGR+22.7%。新港永豪 2016 年的收入是公司营业收入的 27.3%，净利润是公司归母净利润的 20.3%，并表后将显著增厚公司业绩。

图表 2：新港永豪过往与未来承诺业绩情况

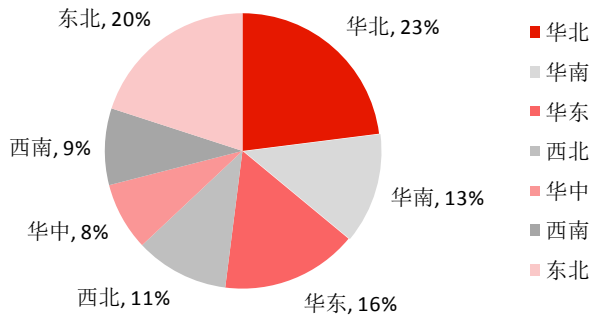


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新港永豪近年来业务进一步向京津冀区域集中，2016 年华北业务占比接近 60%，曾承揽多项北京及河北地区重要水治理工程项目。根据公司官网信息，新港永豪自 1995 年成立以来，订单实现连续正增长，其中 2013-2015 年间收入年化增长率超 30%，在福建、广东、山西、重庆、四川、河北、广西、黑龙江、甘肃、新疆、河南和内蒙古等地设有 12 个分公司，长江、黄河、珠江、松嫩等主要流域和北京等水环境治理重要市场均有业务覆

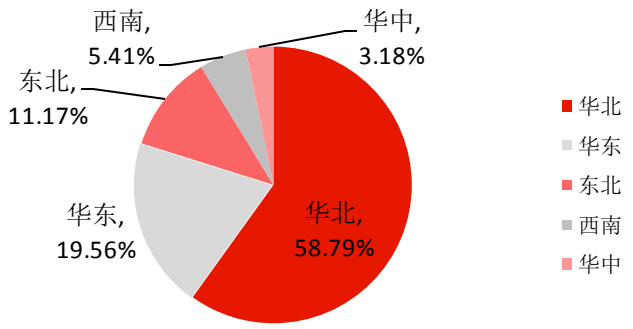
盖。从公司 2016 年业务的分布情况来看，新港永豪业务 60%左右集中于以京津冀为主的华北区域，与 2013 相比业务布局进一步向华北地区集中。公司过往在北京区域承接过包括丰台奥运水治理工程、永定河园博园流域治理工程等多个标杆项目，2017 年下半年预计中标承德市水环境整治工程，价值 3.6 亿元。我们认为雄安新区的生态建设高标准有望提升整个京津冀区域的环保工程市场容量，公司在并购新港永豪后，拥有了直接切入雄安新区及京津冀区域水生态治理市场的专业能力和市场资源，本次收购充分体现了公司管理层超前的战略眼光。按照新港永豪 16 年 7 亿元收入计算，假设全部并表将可贡献华北地区收入 4.12 元，公司 2016 年华北收入占比将达到 25.4%，因此我们预计从 2017 年开始，华北地区业务将成为公司收入的重要组成部分，华北业务高增长对公司营收增速的拉动将更加明显。

图表 3: 新港永豪 2013 年业绩分布（改图）



资料来源：新港永豪官网，华泰证券研究所

图表 4: 新港永豪 2016 年业绩分布



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

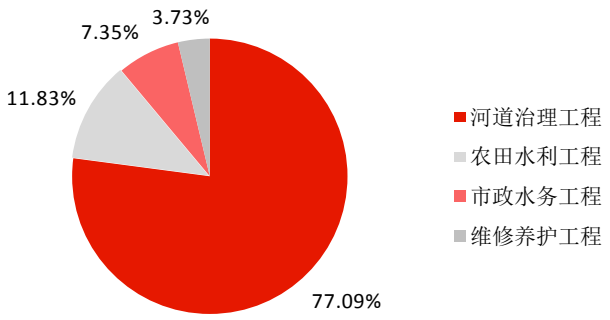
新港永豪拥有水利工程一级资质，河道治理和市政水务建设业务能力突出，与上市公司有机融合后在水生态治理、城市双修及海绵城市等领域综合实力大幅提升。新港永豪拥有水利水电工程施工总承包一级、水利水电安装工程三级和环保工程专业承包三级资质，在承接水利和水治理工程过程中不受资质限制。公司过往完工业绩几乎涵盖了水利工程的各个领域，近年来主营业务向河道治理和市政水务建设领域大幅倾斜，在这两方面施工技术能力突出。我们认为，公司收购新港永豪主要看中其在水环境治理方面的专业力量和拿单能力，而新港永豪在水环境领域已在北京区域内拥有 19 项代表工程业绩，其中包含丰台奥运水环境治理、永定河园博园流域治理等标杆项目，影响力大，未来对公司在水治理领域的助推效应明显。公司吸收新港永豪后综合资质更加全面，在水生态治理、城市双修及海绵城市等领域综合实力大幅提高。

图表 5: 新港永豪历史业绩梳理

工程领域	代表工程个数	代表工程描述
污水处理	12	包括水利部、北京、江苏等地的水环境综合治理工程和污水处理工程
大坝建设	13	主要为水库水坝工程
城镇供水	5	包括北京市内供水综合系统工程和宿迁自来水厂工程
农业供水	4	包括山西等地的节水灌溉示范项目
生态引水	6	包括 5 项拦河水闸工程和引滦入津工程
安全饮水	23	包含多项农村安全饮水工程
水电建设	6	主要包含水电站泵站新建、扩建和加固工程
城市水环境建设	19	包括北京市内多项河道治理工程，其中包含丰台奥运水环境整治、园博园水源净化、永定河宛平湖项目等影响力较大的工程

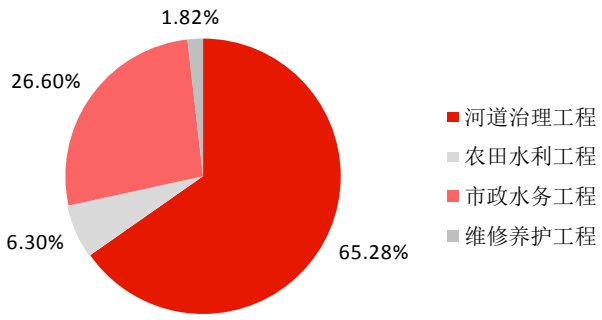
资料来源：新港永豪官网，华泰证券研究所

图表 6: 新港永豪 2016 年各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 7: 新港永豪 2015 年各业务板块收入占比

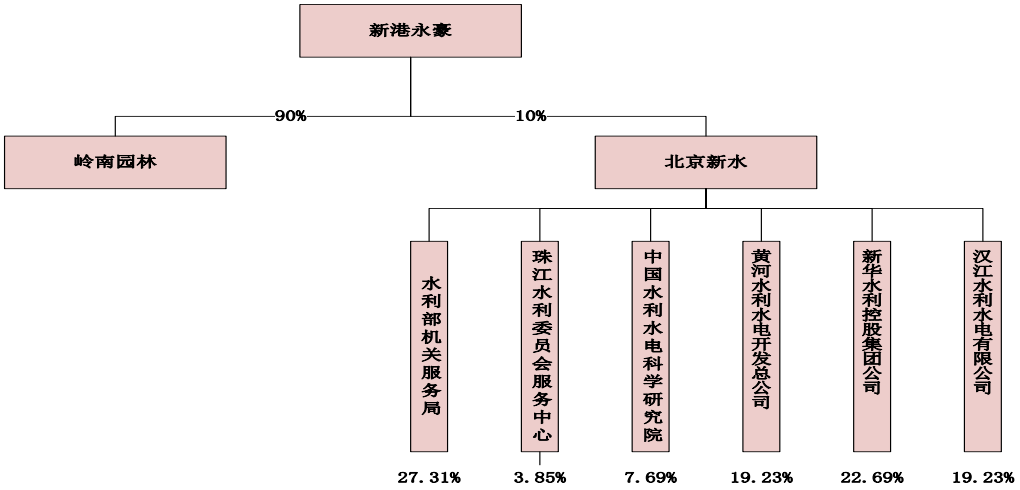


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新港永豪持股股东背景雄厚，未来有望通过 PPP 实现订单收入快速增长

新港永豪在收购前参股股东中的北京新水投资管理有限公司背景雄厚。我们研究发现，北京新水是由水利部机关服务局牵头，联合长江、黄河和珠江流域大型水利水电建设单位组建的投资管理公司。公司在并购新港永豪的过程中北京新水的股份仍然予以保留，我们认为其将为公司带来较大规模的资源优势，未来借助上市公司的平台优势，新港永豪将有能力消化更多的订单。

图表 8: 收购完成后新港永豪股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新港永豪并入公司后资金实力大幅增强，借助上市公司平台大概率可在 PPP 等领域取得较大突破。工程企业业务快速扩张的最大制约条件是资金，新港永豪在并入公司之前也存在融资渠道狭窄的问题，从新港永豪财务数据来看，其只能通过小规模银行借款的方式进行融资，2015 和 2016 年末短期借款仅为 1800 万元和 50 万元。并入上市公司之后，新港永豪能够获得的资金支持将大幅提升，原先由于资金问题难以参与的 PPP 项目也将具备承揽条件。从公司角度来讲，公司过去在水治理领域施工能力不足，很难通过施工介入水生态 PPP 项目，在目前 PPP 项目主体均为施工方的情况下，本次并购消除了公司作为社会资本主体运作 PPP 项目的障碍，公司在承揽和运作 PPP 项目的能力均大幅增强。

公司水治理业务能力大幅加强，新港永豪与公司具有强协同效应

公司此前已在水生态领域做了充分的技术储备，本次并购补足施工力量后，大生态全产业链已无明显短板。公司自 2015 年报提出打造“生态环境与文化旅游运营商”之后，在生态环境治理，尤其是水环境治理方面进行了一系列基础性工作，截止 2016 年底，公司成立的园林科学研究院、岭南新科生态科技研究院已经在水生态治理等多个领域取得了一定成果，但水生态修复施工力量较为薄弱。本次并购成功后，公司将补强水治理施工能力，加速科研转化成果，与此同时，新港永豪在获得公司科研与资金支持后业务能力也将极大增强。公司大生态战略的主要内涵是建立景观规划设计、园林建设、苗木种植与培养、水生态治理、生态环境科学研究全产业链集成运营能力，本次并购使公司全产业链布局基本完成，已无明显短板。

图表 9: 公司大生态全产业链专业力量

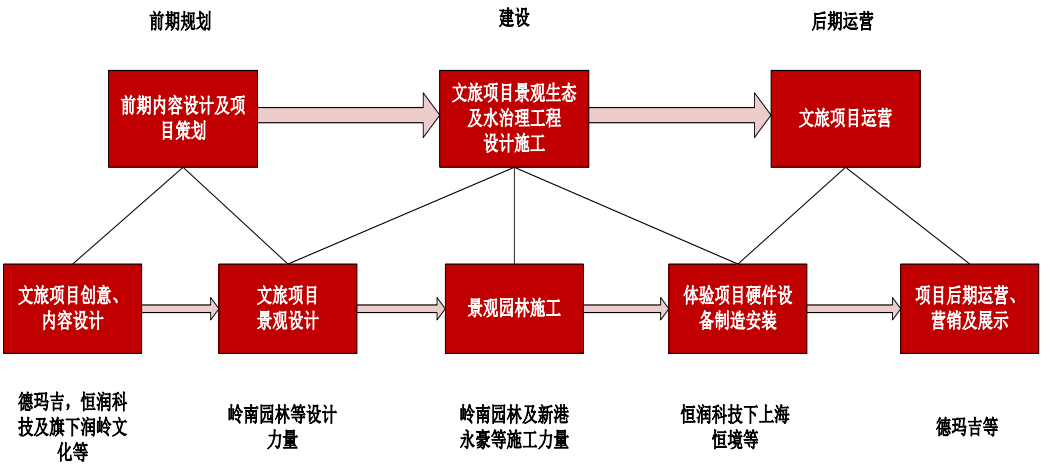
业务名称	专业力量
景观规划设计	风景园林工程实际专项甲级
园林建设	城市园林绿化一级
苗木种植与培养	属于公司园林业务组成
水生态治理	收购新港永豪后具有水利水电总承包一级资质
生态环境科学研究	园林科学研究院、岭南新科生态科技研究院、南疆生态科学研究院

资料来源：华泰证券研究所整理

“生态+文旅”战略推进料将提速，PPP 模式助力公司实现高增长

公司目前生态和文旅双主业业务能力均已齐备，未来“生态+文旅”项目模式推进提速可期。公司推行“生态+文旅”综合项目模式以来，在两个领域分别进行了快速拓展。2016 年公司完成对德玛吉的收购，大幅增强了文化旅游创意设计和展览营销能力，结合恒润科技在文化 IP 软硬件打造上的能力，公司现在已经形成了文旅产业从产生创意到形成文化产品的全产业链能力。本次大生态产业链条补足之后，公司“生态+文旅”战略专业力量齐备，而邹城项目的逐步推进也将形成“生态+文旅”项目模式示范效应。能够进行旅游、文化类项目的前期规划和内容设计，是公司相比其他园林和装饰类公司的优势所在，随着未来旅游景区、主题公园和特色小镇等对前期规划要求更高的项目快速增多，公司优势将逐步显现。我们预计未来公司将利用“生态+文旅”项目模式实现订单快速增长和各业务的有效协同。

图表 10: 公司“生态+文旅”项目模式运作示意图



资料来源：华泰证券研究所

PPP 模式为公司战略实现提供良好途径，公司主业依托 PPP 大概率实现高增长。公司作为园林行业传统优势企业之一，有望充分享受由 PPP 带来的行业发展机会。2016 年至今，公司公告的中标 PPP 项目 31.90 亿元，目前正在加速落地的邹城项目合作框架金额 51 亿元，PPP 为公司带来的合同金额累计有望达到 84.47 亿元，是公司 2016 年营收的 3.29 倍。在不计算新港永豪并表贡献的情况下，公司发布的业绩指引中 2017 年营收和净利润增速分别为 78%和 68%，我们判断中标 PPP 项目集中开工是公司 2017 年收入大幅增长的主要动力。公司从去年下半年四季度开始，PPP 项目的签约进度和框架协议转为合同的速度都有所加快，我们预计 PPP 项目将为公司主业带来较高弹性。

图表 11：公司 2016 年以来已中标的 PPP 项目或签订的合作框架协议

框架协议名称	框架协议金额（亿元）	签约时间	目前进展中标金额
湖南荆州纪南生态文化旅游区管理委员会与岭南园林合作框架协议	10	2016/8/23	4.73
山东嘉祥县增资广场项目 PPP 投资合作框架协议	4.8	2016/10/9	3.5
山东邹城市文化旅游重点项目建设开发战略合作协议	51	2016/11/30	5
合计	65.8		
项目名称		中标时间	项目金额（亿元）
察步镇香市科技产业园（市政基础设施）建设 PPP 项目		2016/9/7	5.12
乳山市城市绿化景观建设及提升改造 PPP 项目		2016/9/19	5.55
御临河关门石至曹家滩及其支流综合整治工程 PPP 项目		217/4/11	8
		已中标金额合计（亿元）	31.90
		已中标项目+框架协议合计（亿元）	84.47

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

关键假设

基于公司本次收购披露信息及过往经营情况，我们做出如下关键假设：

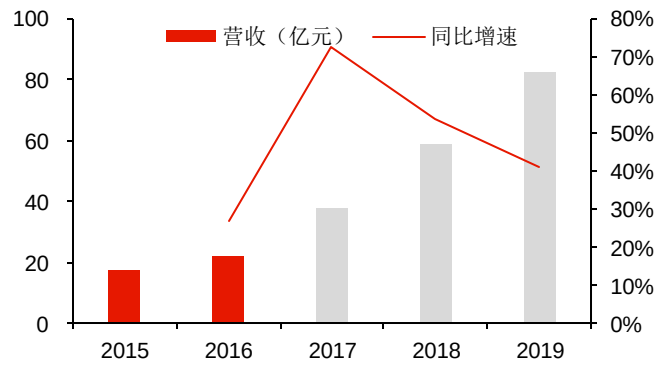
1.公司内生园林生态业务 15-16 年间签约的 EPC 和 PPP 订单在未来两年进入集中结转期，内生园林业务营收维持高增速，其中园林工程营收 17-19 年增速分别为 55%，45%，45%，规划设计、苗木销售和绿化养护维持稳定增长，营改增因素逐渐消除后工程部板块业务毛利率较 2016 年略有上升，但由于市场竞争激烈较之前较高年份略有下降。

2.公司文化创意业务收入主要有恒润科技和德玛吉贡献，我们假设 17-19 年恒润科技和德玛吉营收增速维持此前高增长态势并逐渐下降，毛利率保持稳定。

3.假设新港永豪 17 年可并表时间为不超过半年，根据公司收购报告书中新港永豪订单情况，17-19 年营收平均增速 20%，公司 2017 年仍主要以消化过往订单为主，营收增速 15%左右，未来两年随着与母公司协同效应逐渐显现，营收增速稳步上升。如根据新港水务在手订单及预中标订单 30.42 亿元，理想情况下，17-19 年营业收入增速有望 30%左右。公司过往毛利率在 15%左右，考虑到非上市公司毛利率相比可比上市公司普遍较低，参照可比公司情况，假设公司未来毛利率稳定在 16%左右。

4.公司各项费用率保持相对稳定。

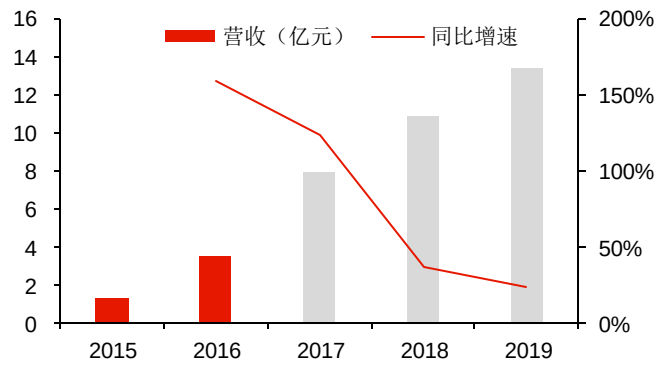
图表 12：公司生态园林业务营收预测



资料来源：华泰证券研究所

生态园林包含园林工程施工，景观规划，苗木销售和绿化养护

图表 13：公司文化旅游业务营收预测



资料来源：华泰证券研究所

文化旅游包含文化创意与会展两部分

盈利预测与估值

根据上述假设，我们预计公司 17-19 年预计归母净利润 4.77/7.29/9.79 亿元，YoY+82.8%/52.8%/34.3%，新港永豪 17-19 年预计可贡献归母净利润 0.3/0.7/0.88 亿元，公司内生增长贡献归母净利润 4.47/6.46/8.83 亿元，17 年内生利润贡献增速 71%。本次发行股份较少，不足原总股本 3%，对 EPS 计算影响较小，按增发后全部股本摊薄计算 17-19 年 EPS 1.15/1.76/2.36 元，EPS 调高的主要原因是新港永豪的并表效应以及并购后给公司生态园林主业带来的协同效应。当前可比公司估值对应 2017 年 PE 平均为 27.4X，公司在可比公司中预期未来业绩增速最高，认可给于 17 年 30-35 倍 PE，对应 PEG0.44-0.5，低于行业平均水平 0.61，对应合理价格区间 34.50-40.25 元，维持“买入”评级。

图表 14: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值	当前价格	EPS 2016	EPS 2017E	EPS 2018E	PE 2016A	PE 2017E	PE 2018E	CAGR	PEG (2017)
300197.SZ	铁汉生态	225.97	14.8500	0.34	0.55	0.76	43.68	27.14	19.54	49.51%	0.55
300237.SZ	美晨科技	158.95	19.6700	0.55	0.80	1.03	35.76	24.59	19.10	36.85%	0.67
300495.SZ	美尚生态	118.27	45.8200	0.87	1.62	2.12	52.67	28.28	21.61	56.10%	0.50
002310.SZ	东方园林	522.09	19.4300	0.51	0.70	0.99	38.10	27.76	19.63	39.33%	0.71
	算数平均						42.55	26.94	19.97		0.61
	整体平均						40.44	27.41	19.92		
002717.SZ	岭南园林	103.34	24.9600	0.61	1.13	1.73	41.11	22.09	14.43	68.79%	0.32

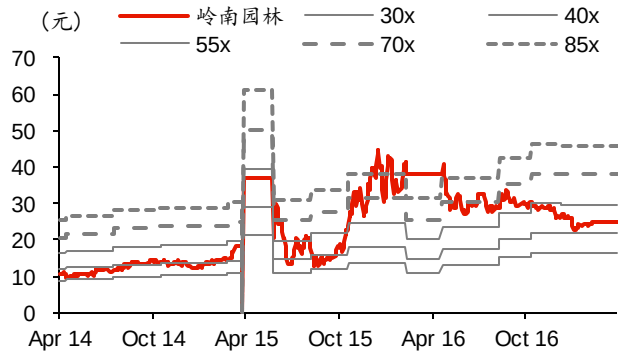
资料来源：华泰证券研究所

注：1.铁汉生态、美晨科技、东方园林尚未公布 2016 年年报，2016 年 EPS 为业绩快报数值，岭南园林，美尚生态为 2016 年报数值

2.东方园林 17-18 年预测 EPS 为 wind 一致预期，其他公司为华泰证券研究所预测数值

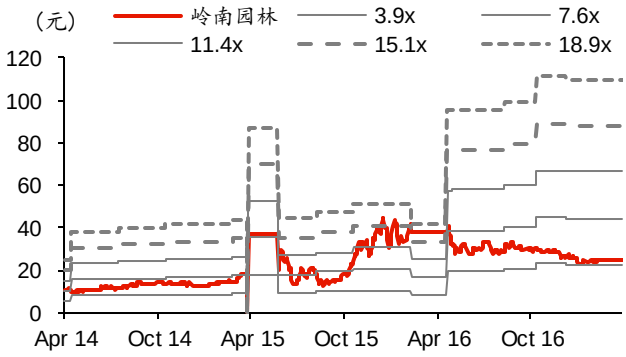
PE/PB - Bands

图表 15: 岭南园林历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 16: 岭南园林历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,352	3,179	5,999	8,382	11,146
现金	248.72	452.79	1,236	1,305	1,479
应收账款	541.07	993.98	1,599	2,443	3,414
其他应收账款	53.54	98.92	168.68	249.39	351.23
预付账款	9.05	15.88	26.04	40.13	56.38
存货	1,279	1,270	2,675	4,013	5,486
其他流动资产	220.42	347.67	293.83	331.08	359.74
非流动资产	1,284	2,158	1,518	1,691	1,883
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	45.66	169.71	155.41	140.54	125.38
无形资产	18.62	25.56	33.97	42.92	51.14
其他非流动资产	1,219	1,963	1,329	1,508	1,707
资产总计	3,636	5,337	7,517	10,073	13,029
流动负债	2,224	2,160	3,722	5,348	7,078
短期借款	511.44	199.88	550.00	600.00	650.00
应付账款	1,049	1,568	2,627	4,103	5,704
其他流动负债	663.80	392.22	545.04	644.54	723.51
非流动负债	451.30	514.75	653.06	857.91	1,106
长期借款	163.74	192.31	342.31	542.31	792.31
其他非流动负债	287.56	322.44	310.75	315.60	313.36
负债合计	2,675	2,675	4,375	6,206	8,183
少数股东权益	1.71	4.72	7.30	14.31	24.90
股本	325.74	414.04	414.04	414.04	414.04
资本公积	61.97	1,425	1,425	1,425	1,425
留存公积	570.97	818.18	1,295	2,014	2,982
归属母公司股	958.68	2,658	3,134	3,853	4,821
负债和股东权益	3,636	5,337	7,517	10,073	13,029

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(137.33)	(74.99)	(205.55)	(143.62)	(38.57)
净利润	168.54	261.23	479.31	736.20	989.19
折旧摊销	8.04	13.68	18.47	18.76	18.87
财务费用	27.90	(4.33)	22.80	34.98	47.78
投资损失	0.00	(0.04)	(1.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(429.50)	(451.51)	(848.04)	(1,061)	(1,258)
其他经营现金	87.69	105.98	122.91	130.76	166.21
投资活动现金	(250.78)	(540.90)	420.99	1.05	(10.52)
资本支出	21.83	71.69	0.00	0.00	0.00
长期投资	(16.00)	(50.00)	(16.67)	5.56	(1.85)
其他投资现金	(244.94)	(519.21)	404.32	6.61	(12.38)
筹资活动现金	388.04	811.64	567.89	211.11	223.05
短期借款	62.24	(311.56)	350.12	50.00	50.00
长期借款	102.74	28.57	150.00	200.00	250.00
普通股增加	162.87	88.30	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(113.07)	1,363	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	173.27	(356.98)	67.77	(38.89)	(76.95)
现金净增加额	(0.06)	196.04	783.34	68.54	173.96

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,889	2,568	4,604	6,943	9,602
营业成本	1,330	1,841	3,309	5,052	7,019
营业税金及附加	62.60	35.07	23.02	34.72	48.01
营业费用	6.11	12.67	27.62	52.07	86.42
管理费用	225.71	353.70	621.53	867.89	1,200
财务费用	27.90	(4.33)	22.80	34.98	47.78
资产减值损失	37.00	32.76	32.76	32.76	32.76
公允价值变动收益	0.00	0.03	0.02	0.02	0.02
投资净收益	0.00	0.04	1.00	3.00	3.00
营业利润	199.37	296.40	567.72	871.88	1,171
营业外收入	3.91	13.73	4.94	5.93	7.13
营业外支出	0.49	1.35	1.07	1.16	1.13
利润总额	202.79	308.77	571.60	876.64	1,177
所得税	34.25	47.55	92.29	140.44	187.84
净利润	168.54	261.23	479.31	736.20	989.19
少数股东损益	0.59	0.42	2.57	7.01	10.59
归属母公司净利润	167.95	260.80	476.74	729.18	978.60
EBITDA	235.32	305.75	608.99	925.62	1,238
EPS (元)	0.41	0.63	1.15	1.76	2.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	73.58	35.94	79.30	50.81	38.30
营业利润	41.16	48.66	91.54	53.57	34.31
归属母公司净利润	43.53	55.29	82.80	52.95	34.20
获利能力 (%)					
毛利率	29.58	28.28	28.12	27.24	26.90
净利率	8.89	10.16	10.36	10.50	10.19
ROE	17.52	9.81	15.21	18.93	20.30
ROIC	10.60	9.66	16.93	19.93	20.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	73.58	50.12	58.21	61.61	62.81
净负债比率 (%)	39.69	17.48	24.24	21.21	19.52
流动比率	1.06	1.47	1.61	1.57	1.57
速动比率	0.48	0.88	0.89	0.82	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.57	0.72	0.79	0.83
应收账款周转率	3.47	2.88	3.08	2.97	2.84
应付账款周转率	1.73	1.41	1.58	1.50	1.43
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.63	1.15	1.76	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.33)	(0.18)	(0.50)	(0.35)	(0.09)
每股净资产(最新摊薄)	2.32	6.42	7.57	9.31	11.64
估值比率					
PE (倍)	61.53	39.63	21.68	14.17	10.56
PB (倍)	10.78	3.89	3.30	2.68	2.14
EV_EBITDA (倍)	44.65	34.36	17.25	11.35	8.49

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

华泰证券 HUATAI SECURITIES

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城

邮政编码:

电话：86

电子邮件:

上海

上海市浦东

电话：86

电子邮件: