

## 园林新秀快速成长，布局 PPP 业绩有望高增

■ **历史悠久园林新秀，双甲资质实力不凡：**大千生态前身成立于 1988 年，是成立较早的园林绿化企业。目前，公司同时拥有园林绿化一级资质和风景园林设计甲级资质，是为数不多的园林“双甲”企业。公司主要从事园林景观工程的设计、施工、苗木销售、项目养护以及生态景观的技术研发，具备“设计-施工-苗木-养护”一体化的综合服务实力。公司实际控制人为栾剑洪与其一致行动人范荷娣共同全资控股的大千投资，合计持有公司股权的 36.94%。2016 年公司工程施工业务实现营业收入 5.78 亿元，占比 96.65%；工程业务毛利 1.44 亿元，占比 94.12%，工程业务是公司营收和利润的主要来源。

■ **PPP 模式全面推广，把握机会大有可为：**2014 年以来，国务院和各部委密集出台 PPP 相关政策，PPP 已经成为基本国策，政策红利持续释放。2016 年起，PPP 资产证券化等政策出台，相关政策开始关注 PPP 模式的资本退出和金融创新，PPP 模式推广进一步推进。截至 2016 年底，中国 PPP 综合信息平台入库 PPP 项目总投资额 13.5 万亿元，从财政部示范项目行业分布来看，市政工程、交通运输、生态环保、城镇综合开发、医疗卫生位居前五名，分别为 324 个、83 个、60 个、37 个、35 个，合计占财政部示范项目数量的 72.54%，与园林环保相关的项目较多。2016 年我国园林景观市场容量预计达到 4793 亿元，行业龙头企业东方园林的市占率仅为 1.75%，占比较低，我国园林行业总体集中度较低，且目前处于快速发展期，公司后续可通过定增、配套融资等方式，借助财务杠杆，实现业务快速增长，成为行业的整合者。

■ **战略布局 PPP 业务，订单充足成长性好：**随着 PPP 模式的迅速推广，公司及时组织人员进行 PPP 投融资模式的研究，对多个园林绿化 PPP 项目进行了实地考察，探索 PPP 模式对公司的业务机会，最终确定 PPP 为公司未来业务发展的主要方向。2015 年公司成功中标洪泽湖 PPP 项目开启公司新的业务发展模式，该项目为江苏省 PPP 试点项目，并于 2016 年 10 月成功入选国家 20 部委第三批 PPP 示范项目，公司中标项目整体较为优质。随后，公司 PPP 业务占比快速提升。截至 2016 年 6 月末，公司在手订单约 6.83 亿元，是公司 2015 年营业收入的 1.87 倍，其中 PPP 项目合同金额 45068 万元，占比 66%。公司首次公开发行股票 2175 万股，募资总额约 3.32 亿元，主要用于补充园林工程施工项目营运资金。传统模式下，园林工程项目自有资金比例约为 30%；PPP 模式下，园林工程项目自有资金比例可以大幅下降，预计在 10%左右，

投资评级 **买入-A**  
首次评级

6 个月目标价：**53 元**  
股价 (2017-04-20) **47.38 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	4,122.06
流通市值(百万元)	1,030.52
总股本(百万股)	87.00
流通股本(百万股)	21.75
12 个月价格区间	21.97/69.67 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	13.04	-1.57	-6.71
绝对收益	10.62		

**苏多永** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

**金嘉欣** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517030004  
jinjx@essence.com.cn

### 相关报告

本次权益融资预计能够撬动 30 亿元的 PPP 业务规模。因此，公司通过 IPO 实现了权益融资，借助财务杠杆，公司业务有望快速增长，助力公司业绩的释放。

■**投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 53 元。**公司是园林工程板块 2017 年 3 月上市企业，目前市值约 41 亿元，在园林板块中市值规模较小。公司战略布局 PPP 业务，订单充足成长性好；立足华东积极开拓全国市场，成长空间大。我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 8.94 亿元、12.93 亿元和 18.71 亿元，同比分别增长 49.48%、44.69%和 44.71%，同期净利润分别为 0.92 亿元、1.34 亿元和 1.96 亿元，同比分别增长 31.98%、45.38%和 46.73%。我们看好公司上市后 PPP 业务和区域的布局，首次覆盖给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 53 元，相当于 2017 年 50 倍动态市盈率。

■**风险提示：宏观经济表现不及预期风险，PPP 项目落地缓慢风险等。**

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	526.2	597.8	893.7	1,293.0	1,871.2
净利润	60.3	69.7	91.9	133.7	196.1
每股收益(元)	0.69	0.80	1.06	1.54	2.26
每股净资产(元)	7.85	7.90	9.21	10.75	13.00
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	69.0	59.7	45.2	31.1	21.2
市净率(倍)	6.1	6.1	5.2	4.5	3.7
净利润率	11.5%	11.7%	10.3%	10.3%	10.5%
净资产收益率	8.8%	10.1%	11.5%	14.3%	17.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	33.3%	20.1%	26.1%	27.1%	31.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 公司概况：历史悠久生态园林“双甲”企业</b> .....	<b>4</b>
1.1. 公司简介：历史悠久，双甲资质 .....	4
1.2. 股东结构：机构持股相对集中 .....	4
1.3. 园林“双甲”资质企业，深耕江苏面向全国 .....	5
<b>2. 行业动态：PPP 模式全面推广，园林公司大有可为</b> .....	<b>6</b>
2.1. PPP 成为基本国策，支持政策密集出台 .....	6
2.2. PPP 在库项目再创新高，生态环保占比居前 .....	6
2.3. 大行业小公司，园林公司大有可为 .....	7
<b>3. PPP 业务快速增长，公司业绩有望提速</b> .....	<b>7</b>
3.1. 战略布局 PPP 业务，业务占比快速提升 .....	7
3.2. PPP 项目较为优质，订单充足成长性好 .....	8
3.3. 上市充实营运资金，业绩快速释放可期 .....	8
<b>4. 投资建议：园林板块新股，订单放量成长性好</b> .....	<b>8</b>
4.1. 收入预测：全国布局助推区域拓展，订单放量确保业绩增长 .....	9
4.2. 公司估值：园林板块新股，市值小、估值较高 .....	9
4.3. 投资建议：市值小弹性高，成长空间较大 .....	9
4.4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

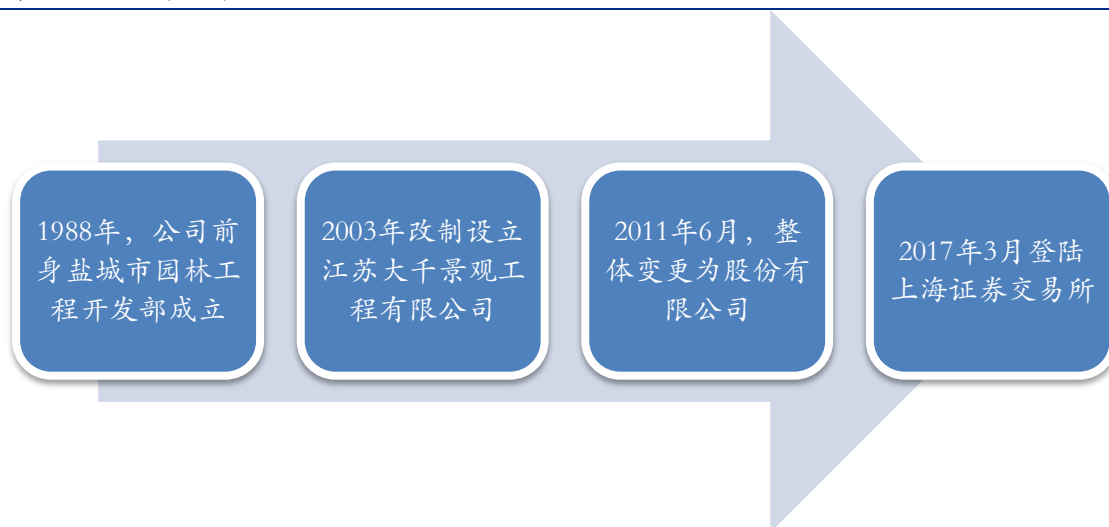
图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权结构 .....	4
图 3：公司 2012-2016 年营收业务构成 .....	5
图 4：公司 2012-2016 年营收区域构成 .....	5
图 5：2014-2016 年我国出台的主要 PPP 政策及其着力点 .....	6
图 6：全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额 .....	7
图 7：财政部示范项目数量及其投资额 .....	7
图 8：主要上市园林公司 2015 年营收对比 .....	7
图 9：截至 2016 年 6 月公司订单情况 .....	8
表 1：公司 IPO 计划募投项目 .....	8
表 2：公司营业收入增速及净利润预估 .....	9
表 3：公司与可比公司估值比较 .....	9

## 1. 公司概况：历史悠久生态园林“双甲”企业

### 1.1. 公司简介：历史悠久，双甲资质

江苏大千景观股份有限公司（以下简称“大千生态”或者公司）的前身为成立于 1988 年的盐城市园林工程开发部，是成立较早的园林绿化企业；2003 年 8 月盐城市园林工程开发部改制为民营控股企业，并更名为江苏大千景观工程有限公司；2011 年 6 月江苏大千景观工程有限公司整体变更为股份有限公司，2017 年 3 月成功登陆上海证券交易所。经过近 30 年的发展，公司已经成长为拥有园林绿化一级资质、风景园林工程设计甲级资质、市政公用工程施工总承包二级资质、旅游规划设计乙级资质等的著名园林公司，业务涵盖生态环境修复、园林绿化及建筑、大型综合市政工程、景观规划设计与咨询、苗木生产销售等。

图 1：公司发展历程

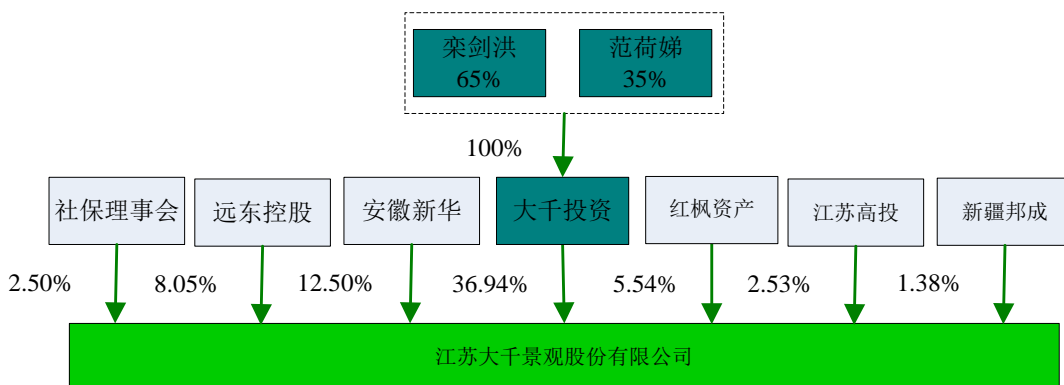


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 1.2. 股东结构：机构持股相对集中

公司第一大股东为江苏大千生态发展有限公司（以下简称“大千投资”），持股比例为 36.97%，实际控制人为栾剑洪，与其一致行动人——范荷娣共同控制大千投资。公司其他股东主要为机构股东，安徽新华发行（集团）控股有限公司、远东控股集团有限公司、南京红枫资产管理中心（有限合伙）等持股比例均在 5% 以上；江苏高投创新中小发展创业投资合伙企业（有限合伙）、全国社会保障理事会和新疆邦成股权投资合伙企业等持股比例在 1%-3% 之间，机构持股相对集中。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 1.3. 园林“双甲”资质企业，深耕江苏面向全国

公司是全国第一批十家园林绿化一级资质企业之一，同时拥有风景园林设计甲级资质，是为数不多的园林“双甲”企业。公司主要从事园林景观工程的设计、施工、苗木销售、项目养护以及生态景观的技术研发，具备“设计-施工-苗木-养护”一体化的综合服务实力，形成了大型公共园林、地产景观、企事业单位景观三大业务板块。2016年公司工程施工业务实现营业收入5.78亿元，占比96.65%；工程业务毛利1.44亿元，占比94.12%，工程业务是公司营收和利润的主要来源。

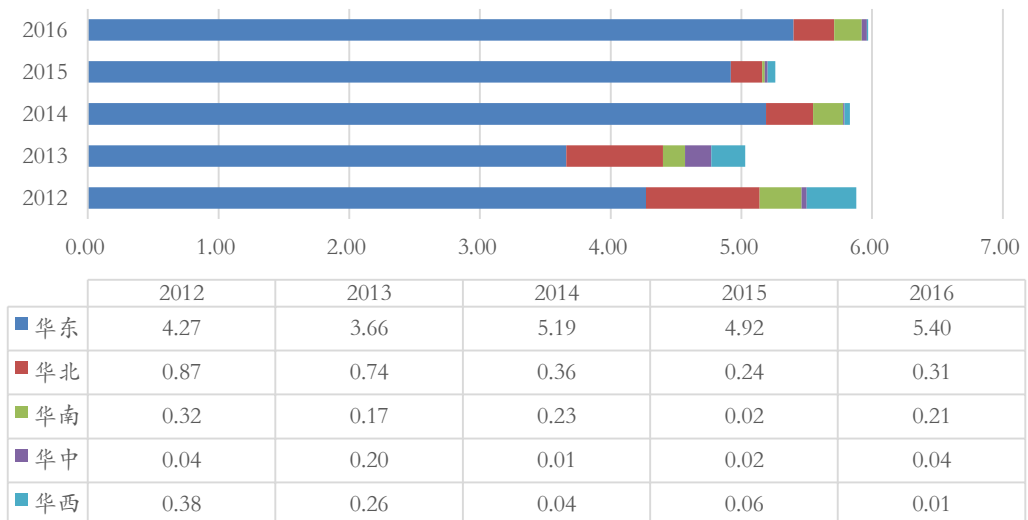
图 3：公司 2012-2016 年营收业务构成



资料来源：WIND，安信证券研究中心

公司采取区域深耕战略，总部位于南京，并在北京、上海、湖南、海南、安徽等地设有分公司，初步建立了全国的业务网络。公司业务主要集中在南京、徐州、扬中等华东区域，2016年公司华东区域实现营业收入5.4亿元，占比达到90%；其他区域实现营业收入0.58亿元，占比仅10%。上市之后，公司将加大全国业务网络的布局，其他区域业务有望加快发展。

图 4：公司 2012-2016 年营收区域构成



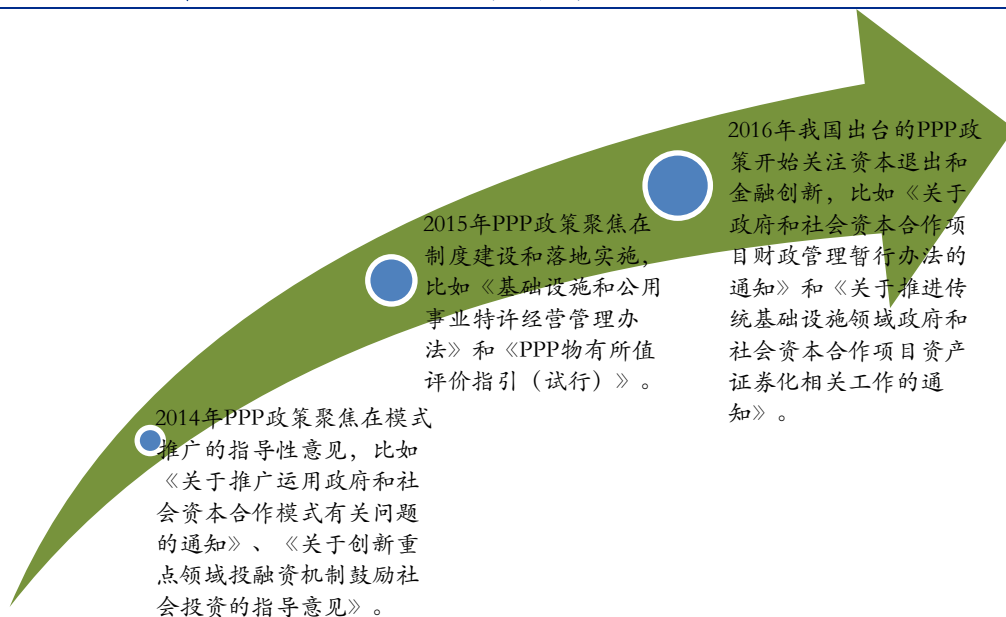
资料来源：WIND，安信证券研究中心

## 2. 行业动态：PPP 模式全面推广，园林公司大有可为

### 2.1. PPP 成为基本国策，支持政策密集出台

2013 年 11 月中共中央发布《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确指出允许社会资本通过特许经营参与城市基础设施投资和运营，即推广 PPP (Public-Private Partnership) 模式在城市基础设施领域应用。2014 年以来，国务院和各部委密集出台 PPP 相关政策，PPP 已经成为基本国策，政策红利持续释放。2014 年我国主要出台 PPP 模式推广的指导性政策，比如 9 月财政部出台的《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》，11 月国务院出台的《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》和财政部出台的《关于印发政府和社会资本合作模式操作指南（试行）的通知》，12 月发改委出台的《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》。2015 年我国从 PPP 制度建设和落地实施角度出台相关政策，比如 4 月发改委联合财政部、住建部、交通运输部、水利部和人行出台的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，12 月财政部出台的《PPP 物有所值评价指引（试行）》和《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台运行的通知》。2016 年我国出台的 PPP 政策开始关注资本退出和金融创新，比如 7 月国务院出台的《关于深化投融资体制改革的意见》，9 月财政部出台的《关于政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法的通知》，10 月发改委出台的《关于传统基础设施领域实施政府和社会资本合作项目工作导则的通知》，12 月发改委联合证监会出台的《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作项目资产证券化相关工作的通知》。

图 5：2014-2016 年我国出台的主要 PPP 政策及其着力点



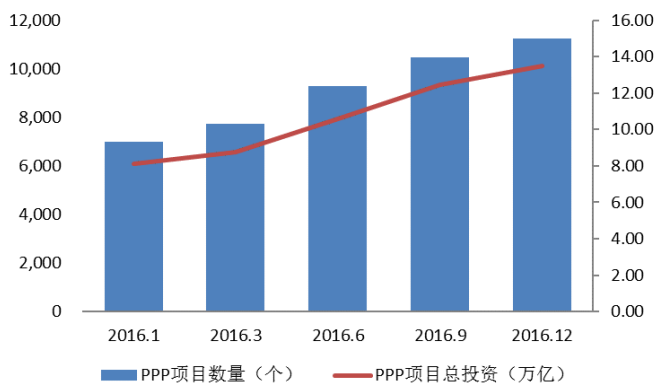
资料来源：《通知》、安信证券研究中心

### 2.2. PPP 在库项目再创新高，生态环保占比居前

《全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报》显示，截至 2016 年末，全国入库项目 11260 个，投资额合计 13.5 万亿元，再创历史新高。从入库数量来看，贵州、山东、新疆、四川、内蒙古位居前五名，分别为 1788 个、1087 个、852 个、848 个、828 个，合计占入库项目总数的 48.0%。从入库投资额来看，贵州、山东、云南、河南、四川位居前五名，分别为 16034 亿元、12229 亿元、10302 亿元、9538 亿元、9180 亿元，合计占入库项目总投资的 42.4%。从项目行业分布来看，截止 2016 年末生态环保相关项目数 1292 个，占比 11.47%，投资额 13688 亿元，占比 10.14%，均居于前列。同时，财政部推出了三批示范项目，截至 2016 年末，财政部示范项目数量 743 个，投资额合计 18676 亿元。从财政部示范项目数量来看，

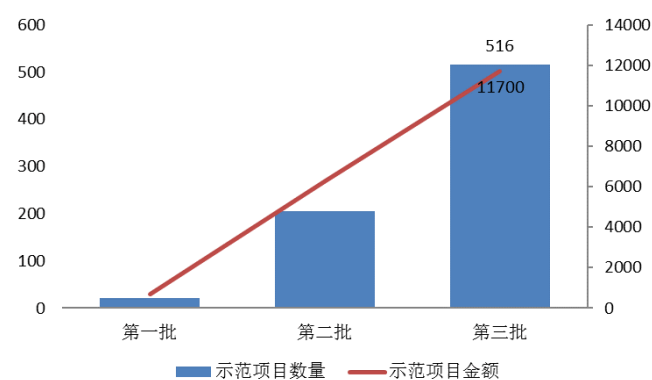
河南、云南、山东、河北、安徽位居前五名，分别为 65 个、58 个、51 个、46 个、43 个，合计占财政部示范项目数量的 35.40%；从财政部示范项目行业分布来看，市政工程、交通运输、生态环保、城镇综合开发、医疗卫生位居前五名，分别为 324 个、83 个、60 个、37 个、35 个，合计占财政部示范项目数量的 72.54%。据财政部总体来看，与生态环保相关的项目个数、金额均占比均居于前列。

图 6：全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

图 7：财政部示范项目数量及其投资额

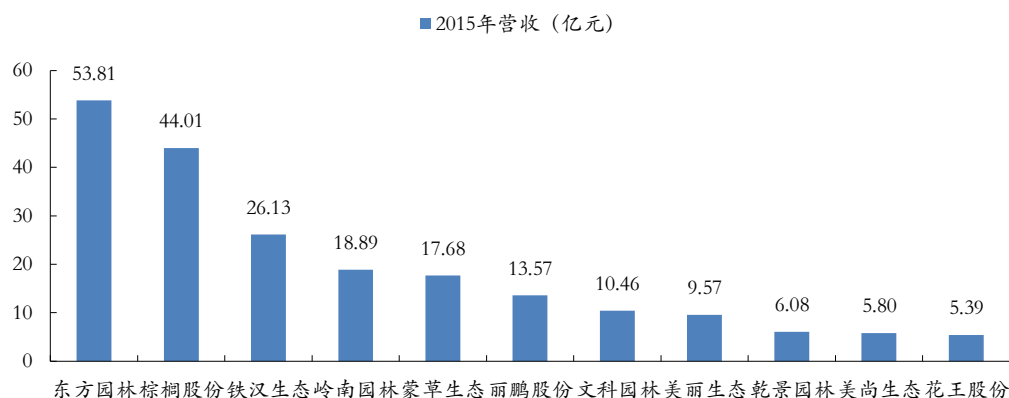


资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

## 2.3. 大行业小公司，园林公司大有可为

园林行业属于典型的“大行业小公司”，行业集中度低，行业结构比较分散，企业数量众多，但单一企业的实力和经营规模偏小，全国范围内跨区域经营企业较少。根据住建部公布的信息及中国园林网统计，目前我国园林企业数量合计已超过 16000 家，共有园林规划设计院和设计公司超过 1200 家，具有城市园林绿化一级资质的企业超过 1300 家。同时，根据公司招股说明书，预计 2016 年我国园林景观市场容量达到 4793 亿元，行业龙头企业东方园林的市占率 1.75%，占比较低。目前，园林行业处于快速发展期，PPP 模式推广为园林企业发展提供新的空间，通过 IPO、定增、配套融资等方式园林公司大有可为，可以借助资本市场实现更快的增长，成为行业的整合者。

图 8：主要上市园林公司 2015 年营收对比



资料来源：WIND、安信证券研究中心

## 3. PPP 业务快速增长，公司业绩有望提速

### 3.1. 战略布局 PPP 业务，业务占比快速提升

随着 PPP 模式的迅速推广，以 PPP 模式承建园林绿化工程已逐渐成为行业趋势，这为公司业务发展提供了机遇，同时也使公司面临项目选择、项目管控、资金运营等新的风险。为应对 PPP 模式推广对园林绿化施工行业的影响，公司及时组织人员进行 PPP 投融资模式的研

究，分析 PPP 模式特点、存在的风险，探索 PPP 模式对公司的业务机会，战略布局 PPP 业务。在前期研究的基础上，公司还对多个园林绿化 PPP 项目进行了实地考察，并最终确定 PPP 为公司未来业务发展的主要方向。2015 年公司成功中标总投资 4.15 亿元的洪泽湖生态环境提升工程美丽蒋坝项目作为 PPP 项目（以下简称“洪泽湖 PPP 项目”），开启公司新的业务发展模式。随后，公司 PPP 业务占比快速提升，截至 2016 年 6 月末公司未执行订单中 PPP 项目投资金额占比达到 66%。

图 9：截至 2016 年 6 月公司订单情况

项目结算模式	在施工项目 合同金额	已完工程量	在施工项目 未完工程量	已签合同未施工 项目合同金额	已中标未签 合同金额	合计未施工 合同金额
按工程进度结算	43,540.58	25,165.09	18,375.49	2,201.06	2,650.00	23,226.56
PPP 项目	46,700.01	17,891.49	28,808.52	-	16,259.86	45,068.38
合计	90,240.59	43,056.58	47,184.01	2,201.06	18,909.86	68,294.93

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.2. PPP 项目较为优质，订单充足成长性好

2015 年公司成功中标洪泽湖 PPP 项目，该项目为江苏省 PPP 试点项目，并于 2016 年 10 月成功入选国家 20 部委第三批 PPP 示范项目。洪泽湖 PPP 项目一期总投资为 6.55 亿元，其中公司负责部分总投资 4.15 亿元，2015 年和 2016 年 1-6 月公司分别实现施工收入 2908 万元和 4014 万元。同时，公司还取得了黄山市中心城区人行道及绿化提升（一期）PPP 项目和徐州五山公园 PPP 项目，合同金额分别为 5200 万元和 16260 万元，PPP 业务占比快速提升。截至 2016 年 6 月末，公司在手订单中 PPP 项目合同金额 45068 万元，占比 66%。截至 2016 年 6 月末，公司在手订单约 6.83 亿元，是公司 2015 年营业收入的 1.87 倍。2016 年下半年以来，园林行业呈现出订单和业绩的快速释放，近期公司又公告了总投资预计 4.4 亿元的霍邱县主城区中央景观 EPC 项目的预中标，在手订单充足助力公司快速成长。

### 3.3. 上市充实营运资金，业绩快速释放可期

公司首次公开发行股票 2175 万股，募资总额约 3.32 亿元，扣除发行费用后募资净额 2.96 亿元，主要用于补充园林工程施工项目营运资金。传统模式下，园林工程项目自有资金比例约为 30%；PPP 模式下，园林工程项目自有资金比例可以大幅下降，预计在 10%左右，本次权益融资预计能够撬动 30 亿元的 PPP 业务规模。因此，公司通过 IPO 实现了权益融资，借助财务杠杆，公司业务有望快速增长，助力公司业绩的释放。同时，公司还将自筹资金建设苗木基地，预计总投资 0.74 亿元，建成达产后每年预计贡献营业收入 0.49 亿元，投资回收期为 4.8 年。

表 1：公司 IPO 计划募投项目

募投项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金投资部分
补充园林工程施工项目营运资金	3.5	2.96
大千精品苗木	0.7	无

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 4. 投资建议：园林板块新股，订单放量成长性好



#### 4.1. 收入预测：全国布局助推区域拓展，订单放量确保业绩增长

公司是为数不多的园林“双甲”企业，已在北京、上海、湖南、海南、安徽等地设有分公司，初步建立了全国的业务网络。截至 2016 年 6 月末，公司在手订单约 6.83 亿元，是公司 2015 年营业收入的 1.87 倍。2016 年下半年以来，园林行业呈现出订单和业绩的快速释放，近期公司又公告了总投资预计 4.4 亿元的霍邱县主城区中央景观 EPC 项目的预中标，在手订单充足助力公司快速成长。我们预计公司 2017-2018 年营业收入规模分别为 8.94 亿元、12.93 亿元和 18.71 亿元，同比分别增长 49.48%、44.69%和 44.71%，同期净利润分别为 0.92 亿元、1.34 亿元和 1.96 亿元，同比分别增长 31.98%、45.38%和 46.73%。

表 2：公司营业收入增速及净利润预估

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	597.83	893.66	1,293.03	1,871.16
同比增速	13.62%	49.48%	44.69%	44.71%
净利润 (百万元)	69.66	91.94	133.67	196.13
同比增速	15.55%	31.98%	45.38%	46.73%

资料来源：WIND、安信证券研究中心

#### 4.2. 公司估值：园林板块新股，市值小、估值较高

公司是园林行业 2017 年 3 月上市新股，当前市值仅约为 41 亿元，我们对比园林行业 4 家体量较小的上市公司，公司当前市值仍处于较低区间，低于市值最小的云投生态。公司当前总股本仅为 0.87 亿股，故股价相对较高，截止 2017 年 4 月 20 日收盘价为 47.38 元，高于收盘价最高的花王股份。公司是园林板块新股，当前估值较高；从 2017 年 wind 一致预期来看，公司 2017 年一致预期 PE 为 49.07 倍，略高于云投生态的 47.13 倍。

表 3：公司与可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	2017 年 4 月 20 日 收盘价	最新总市值 (亿元)	2017PE
603778.SH	乾景园林	2.00	26.00	52.00	31.12
002775.SZ	文科园林	2.48	22.35	55.43	26.16
002200.SZ	云投生态	1.84	25.42	46.81	47.13
603007.SH	花王股份	1.33	45.49	60.66	42.72
603955.SH	大千生态	0.87	47.38	41.22	49.07

资料来源：WIND、安信证券研究中心

#### 4.3. 投资建议：市值小弹性高，成长空间较大

公司是园林工程板块 2017 年 3 月上市企业，目前市值约 41 亿元，在园林板块中市值规模较小，成长空间大。公司战略布局 PPP 业务，PPP 订单占比快速提高，本次 IPO 募资净额约 3 亿元，预计能够撬动 30 亿元的 PPP 业务规模；目前，公司业务主要集中在华东区域（2016 年营收占比 90%），上市之后其他区域业务有望加速发展，打开成长空间；截至 2016 年 6 月末，公司在手订单约 6.83 亿元，是公司 2015 年营业收入的 1.87 倍。2016 年下半年以来，园林行业呈现出订单和业绩的快速释放，近期公司又公告了总投资预计 4.4 亿元的霍邱县主城区中央景观 EPC 项目的预中标，在手订单充足助力公司快速成长。我们预计公司 2017-2019 年营业收入规模分别为 8.94 亿元、12.93 亿元和 18.71 亿元，同比分别增长 49.48%、44.69%和 44.71%，同期净利润分别为 0.92 亿元、1.34 亿元和 1.96 亿元，同比分别增长 31.98%、45.38%和 46.73%。我们看好公司上市后 PPP 业务和区域的布局，首次覆盖给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 53 元，相当于 2017 年 50 倍动态市盈率。

#### 4.4. 风险提示

宏观经济表现不及预期风险，PPP 项目落地缓慢风险等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	526.2	597.8	893.7	1,293.0	1,871.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	383.2	444.5	647.7	947.3	1,380.8	营业收入增长率	-9.7%	13.6%	49.5%	44.7%	44.7%
营业税费	15.2	3.0	17.8	23.2	26.7	营业利润增长率	-0.4%	16.7%	31.7%	46.4%	47.3%
销售费用	0.1	0.3	0.3	0.4	0.7	净利润增长率	-1.0%	15.6%	32.0%	45.4%	46.7%
管理费用	58.3	57.4	91.7	133.4	188.2	EBITDA 增长率	-7.6%	38.0%	47.1%	40.4%	46.1%
财务费用	-15.7	-3.7	8.2	6.2	8.9	EBIT 增长率	-7.5%	40.2%	46.6%	41.9%	47.2%
资产减值损失	7.7	5.6	8.2	7.2	7.0	NOPLAT 增长率	-7.2%	39.7%	47.2%	41.9%	47.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	131.3%	13.1%	36.7%	25.0%	49.7%
投资和汇兑收益	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6	净资产增长率	11.3%	3.5%	15.8%	16.1%	20.3%
<b>营业利润</b>	78.2	91.3	120.2	176.0	259.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.2	2.0	2.4	2.2	2.2	毛利率	27.2%	25.7%	27.5%	26.7%	26.2%
<b>利润总额</b>	80.4	93.2	122.6	178.2	261.5	营业利润率	14.9%	15.3%	13.5%	13.6%	13.9%
减:所得税	20.1	23.6	30.6	44.6	65.4	净利润率	11.5%	11.7%	10.3%	10.3%	10.5%
<b>净利润</b>	60.3	69.7	91.9	133.7	196.1	EBITDA/营业收入	12.4%	15.1%	14.8%	14.4%	14.5%
						EBIT/营业收入	11.9%	14.7%	14.4%	14.1%	14.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	12	7	1	0	-1
货币资金	94.4	225.6	71.5	103.4	149.7	流动营业资本周转天数	147	202	175	158	152
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	686	647	537	466	432
应收账款	388.1	313.0	694.8	870.1	1,319.5	应收账款周转天数	239	211	203	218	211
应收票据	13.0	2.9	31.8	20.6	45.4	存货周转天数	128	123	122	124	124
预付账款	0.2	3.5	1.5	3.4	4.8	总资产周转天数	842	831	672	545	490
存货	178.0	231.6	371.8	522.4	765.0	投资资本周转天数	160	209	176	158	151
其他流动资产	293.1	404.2	315.4	337.6	352.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	ROE	8.8%	10.1%	11.5%	14.3%	17.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	4.4%	5.2%	6.2%	6.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	33.3%	20.1%	26.1%	27.1%	31.9%
投资性房地产	-	12.1	12.1	12.1	12.1	<b>费用率</b>					
固定资产	18.2	4.5	0.7	-3.1	-6.9	销售费用率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	11.1%	9.6%	10.3%	10.3%	10.1%
无形资产	0.1	0.5	0.1	-	-	财务费用率	-3.0%	-0.6%	0.9%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	197.2	369.0	258.9	274.9	300.8	三费/营业收入	8.1%	9.0%	11.2%	10.8%	10.6%
<b>资产总额</b>	1,188.2	1,572.7	1,764.5	2,147.3	2,948.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	140.0	220.0	206.5	212.7	221.6	资产负债率	41.7%	54.4%	52.9%	55.1%	60.6%
应付账款	284.7	350.3	593.6	819.7	1,195.5	负债权益比	71.5%	119.3%	112.4%	122.7%	154.1%
应付票据	20.8	23.3	51.6	54.1	96.1	流动比率	1.95	1.80	1.63	1.62	1.67
其他流动负债	50.0	62.0	62.5	57.5	62.6	速动比率	1.59	1.45	1.22	1.17	1.19
长期借款	-	200.0	19.6	38.9	212.5	利息保障倍数	-3.97	-23.83	15.62	29.35	30.11
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	495.5	855.7	933.8	1,183.0	1,788.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	10.0	30.0	30.0	30.0	30.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	65.3	65.3	87.0	87.0	87.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	617.4	621.8	713.8	847.4	1,043.6						
<b>股东权益</b>	692.7	717.1	830.7	964.4	1,160.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EPS(元)	0.69	0.80	1.06	1.54	2.26
净利润	60.3	69.7	91.9	133.7	196.1	BVPS(元)	7.85	7.90	9.21	10.75	13.00
加:折旧和摊销	3.1	2.7	4.1	3.9	3.8	PE(X)	69.0	59.7	45.2	31.1	21.2
资产减值准备	7.7	5.6	-	-	-	PB(X)	6.1	6.1	5.2	4.5	3.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-18.0	13.6	-17.5	124.7	63.3
财务费用	11.8	7.9	8.2	6.2	8.9	P/S	7.9	7.0	4.7	3.2	2.2
投资损失	-0.8	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	EV/EBITDA	-	-	29.1	20.7	14.6
少数股东损益	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	CAGR(%)	30.4%	41.2%	14.7%	30.4%	41.2%
营运资金的变动	-137.1	-337.2	-29.4	-145.7	-342.7	PEG	2.3	1.4	3.1	1.0	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	16.0	72.4	74.3	-2.5	-134.5	ROIC/WACC	3.3	2.0	2.6	2.7	3.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-88.6	-168.1	-48.1	15.2	7.1	REP	-	-	3.0	2.3	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-93.0	227.0	-180.4	19.3	173.6						

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏多永、金嘉欣声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034