

海特高新(002023)/航空装备

“航空+芯片”两大业务逐步走向收获期

受益军民融合、信息安全、通用航空

评级：买入(首次)

市场价格：13.17

目标价格：18—19

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：朱荣华

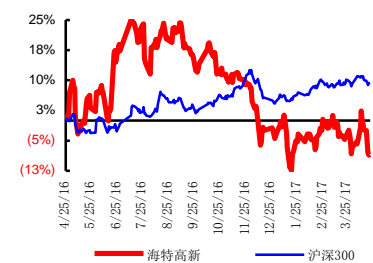
电话：zhurh@r.qizq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	757
流通股本(百万股)	659
市价(元)	13.17
市值(百万元)	9,967
流通市值(百万元)	8,683

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 公司点评：《海特高新(002023)：战略提升期投入大业绩承压；航空产业链、芯片业务明年将逐步收获》-2016.10.25
- 2 公司点评：《业绩增速拐点显现：将驶入高增长通道芯片、航空业务受益军民融合、信息安全》-2016.07.29
- 3 公司深度：《民营国防军工、通用航空产业龙头；航空制造、维修、培训、租赁齐飞》-2016.05.05

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	428.53	494.75	691.86	1,032.80	1,604.56
增长率 yoy%	-14.60%	15.45%	39.84%	49.28%	55.36%
净利润	39.65	40.77	145.52	276.16	504.14
增长率 yoy%	-74.90%	2.81%	256.95%	89.77%	82.55%
每股收益(元)	0.05	0.05	0.19	0.36	0.67
每股现金流量	-0.04	0.07	0.15	0.07	0.17
净资产收益率	1.21%	1.12%	3.92%	6.93%	11.23%
P/E	350	257	71	37	20
PEG	—	91.35	0.27	0.41	0.25
P/B	4.2	2.9	2.8	2.6	2.3

备注：

投资要点

- **公司发布 2016 年年报**：全年实现主营业务收入 4.95 亿元，同比增长 15.45%；实现归母净利润 4077 万元，同比增长 2.81%。报告期末总资产 59.25 亿元，同比增长 30.49%。主营业务中，航空培训营收增速达 48%。
- **航空+芯片业务有望逐步走向收获期**。经过多年的布局，公司以打造“百年海特”为愿景，坚持以“以航空技术为核心，同心多元”发展战略，大力发展航空研制、维修、培训、租赁业务和集成电路高端芯片制造业务。
- **海特高新是目前国内唯一一家“综合航空技术服务提供商”上市公司**：未来航空制造、维修、培训、金融租赁业务齐发展，高端芯片业务进一步打开成长空间，未来受益于军民融合、信息安全、通用航空。
- **航空业务：航空研制、维修、培训、租赁 4 大业务齐飞**
 航空研制：航空发动机控制系统、直升机绞车业务持续发力。
 航空培训：2016 年收入大幅增长 48%；进军飞行模拟器研制领域；公司已形成昆明、新加坡、天津三大航空培训基地布局；2016 年航空培训业务实现收入 1.33 亿元，同比增加 48%。
 航空维修：大飞机整机维修、飞机改装、飞机拆解业务获突破。
 航空租赁：已建天津、新加坡、爱尔兰三大业务平台，打通航空全产业链。
- **芯片业务：集成电路高端芯片制造业务有望逐步盈利**。
 芯片项目面向雷达、5G 等，战略意义重大。海威华芯为公司控股子公司，主要从事第二代/第三代化合物半导体集成电路芯片的研制，产品主要面向 5G、雷达、新能源、物联网等高端芯片市场。
 芯片业务：融入国家信息安全发展战略，混合所有制改革典范。海威华芯是公司和成都四威电子有限公司（中电科 29 所旗下）共同打造的第二代/第三代化合物半导体集成电路领域的开放平台，为公司响应“国家混合所有制改革”战略融入国家信息安全发展的重大举措。
 公司突破高端射频芯片封锁，打开新的市场空间。国开基金增资海威华芯高端芯片项目。
- **募投项目：募集 17 亿发展航空主业，将逐步进入收获期**。公司 2015 年 9 月已完成定增，增发价为 20 元，募资总额 16.6 亿元，新增股票已于 2015 年 9 月 2 日上市，目前增发已经解禁。公司将拓展航空动力控制系统研制能力等。
- 我们预计公司 17-19 年 EPS 为 0.19/0.36/0.67 元，对应 PE 为 71/37/20 倍。公司军品占比高，是军民融合、混合所有制典范，芯片项目战略意义重大。我们认为公司为军民融合、信息安全、通用航空战略配置标的。目前股价低于增发价。考虑到公司的战略地位和未来 3 年业绩高速增长，首次给予“买入”评级。
- **风险提示**：芯片项目投产交付产品进度低于预期、军品交付时间不确定性、直升机绞车和新型号 ECU 量产时间的不确定性。

内容目录

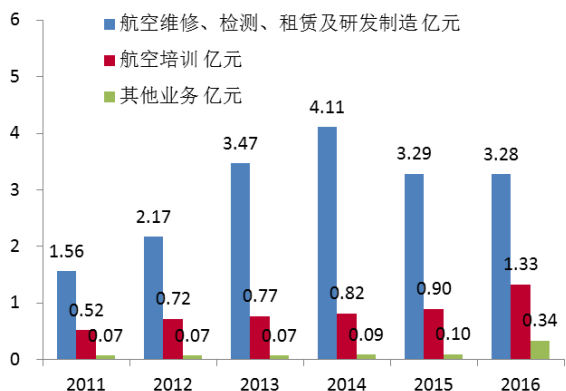
一、“航空+芯片”两大业务逐步走向收获期，业绩将进入快车道.....	- 3 -
1. 业绩拐点渐显，航空培训业务增速较快.....	- 3 -
2. 多项成长性业务进展顺利，业绩将驶入高增长通道	- 3 -
二、航空业务：航空研制、维修、培训、租赁 4 大业务齐飞.....	- 4 -
1. 航空研制：航空发动机控制系统、直升机绞车业务持续发力	- 4 -
2. 航空培训：2016 年收入大幅增长 48%；进军飞行模拟器研制领域.....	- 4 -
3. 航空维修：大飞机整机维修、飞机改装、飞机拆解业务获突破	- 5 -
4. 航空租赁：已建天津、新加坡、爱尔兰三大业务平台，打通产业链.....	- 5 -
三、芯片业务：集成电路高端芯片制造业务有望逐步盈利.....	- 6 -
1. 芯片项目面向雷达、5G 等，战略意义重大	- 6 -
2. 芯片业务：融入国家信息安全发展战略，混合所有制改革典范	- 6 -
3. 突破高端射频芯片封锁，打开新的市场空间	- 6 -
4. 国开基金增资海威华芯高端芯片项目	- 6 -
四、募投项目：募集 17 亿发展航空主业，将逐步进入收获期.....	- 7 -
五、投资建议	- 7 -
六、风险提示	- 7 -

一、“航空+芯片”两大业务逐步走向收获期，业绩将进入快车道

1. 业绩拐点渐显，航空培训业务增速较快

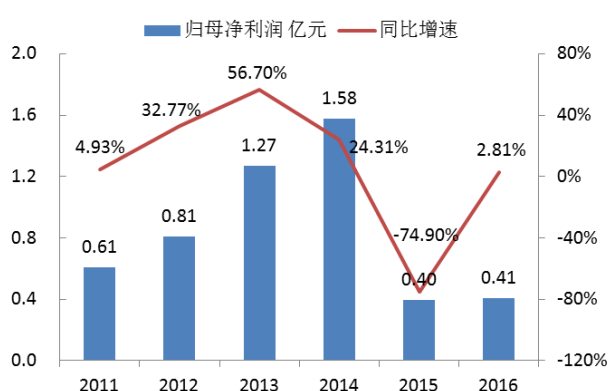
- 公司发布 2016 年年报：公司全年实现主营业务收入 4.95 亿元，同比增长 15.45%；实现归母净利润 4077 万元，同比增长 2.81%。扣非后归母净利润 2641 万元，同比增长 6.99%。报告期末总资产 59.25 亿元，同比增长 30.49%。
- 公司主营业务中，航空培训营收达 1.33 亿元，同比增长 48%。

图表 1: 公司主营业务中, 航空培训营收增速达 48%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润水平止跌回升



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 报告期内，公司其他综合收益达 3.48 亿元，较去年同期增加 3.52 亿元，主要系公司持有贵阳银行股份有限公司 2900 万股股票本期上市，股票公允价值变动形成（公司之前投资 4070 万元，报告期末价值 4.58 亿元）

2. 多项成长性业务进展顺利，业绩将驶入高增长通道

- 海特高新是目前国内唯一一家“综合航空技术服务提供商”上市公司，未来航空制造、维修、培训、金融租赁业务齐发展，高端芯片业务进一步打开成长空间，未来受益于军民融合、信息安全、通用航空。
 - 1) **航空产业链业务**：公司按节点推进多款新型发动机电调、某型机舱氧气系统、某型直升机救援绞车、多型发动机维修技术开发等项目的开发工作，其中某型机舱氧气系统已经完成产品鉴定工作、某型直升机救援绞车已经完成鉴定工作；
 - 2) **飞机整机维修**：公司参股企业四川飞机维修工程有限公司二期机库已经投入运行；公司受让宜捷海特 49% 股权。公司拟与 IAI 签署 B737-NG 飞机客改货 STC 开发协议，该合作项目将进一步增强公司飞机改装业务的实力，拓展国内飞机客改货业务市场，完善公司航空产业全产业链布局。公司参股企业四川飞机维修工程有限公司二期机库已经投入运行。
 - 3) **航空培训业务**：该板块业务增速较快，公司在独立第三方航空培训领域的龙头地位得以巩固，新加坡 AST 公司运营步入正轨，以东南亚和西亚为主的国际市场开拓卓有成效。公司以自有资金总计 1,560 万美元收购并增资罗克韦尔柯林斯蓝天（天津），进入商用航

空模拟系统研发、制造领域。

- 4) **微电子平台**：2016年4月，海威华芯第一条6吋第二代化合物半导体集成电路生产线贯通。2016年5月海威华芯首次开发出砷化镓产品，成为国内首家掌握第二代半导体生产工艺的企业。2016年7月，公司与国开发展基金有限公司、海威华芯签署《国开发展基金投资合同》，国开基金投资1.52亿元对海威华芯进行增资，推动芯片项目的发展。2016年9月，海威华芯产出国内第一个GaAs 0.25μm power pHEMT工艺的芯片设计包PDK。

二、航空业务：航空研制、维修、培训、租赁4大业务齐飞

1. 航空研制：航空发动机控制系统、直升机绞车业务持续发力

- 公司已由一家传统航空维修企业向综合航空技术服务企业战略转变，2012年以来航空动力核心控制系统等研制业务起飞，助推业绩增长。
- 公司航空新技术研发与制造板块主要从事航空机载电子、机械附件、地面测试设备和飞行模拟器的研制与开发。
- 目前主要产品有发动机电子控制器（ECU）、直升机救援电动绞车、驾驶员脉冲供氧系统、导航测试系、B-737飞行模拟器等。
- 为积极响应国家“民参军”的号召，提升公司融入军民融合发展力度，2016年，公司继续巩固现有产品地位并加快新产品开发进度，巩固公司航空新技术研制的领先优势，一方面，公司加大技术创新力度，按节点推进多款新型发动机电调、某型机舱氧气系统、某型直升机救援绞车、多型发动机维修技术开发等项目的开发工作，其中某型机舱氧气系统已经完成产品鉴定工作、某型直升机救援绞车已经完成鉴定工作；另一方面，公司严控产品品质，保证向客户按时按质提供可靠的产品和服务，保障飞行安全。公司荣获中国航发（AECC）“2016年度优秀供应商”称号。

2. 航空培训：2016年收入大幅增长48%；进军飞行模拟器研制领域

- 2016年航空培训业务实现收入1.33亿元，同比增加48%。航空培训业务发展态势良好，公司在独立第三方航空培训领域的龙头地位得以巩固。三大培训基地成效显著。
- 2016年，昆明基地积极开拓市场特别是加强与中小航空公司建立战略合作关系、提高管理水平加强模拟机维护，运营模拟机基本处于满负荷工作状态，单台飞行模拟机效益得到显著提升，实现营收规模及净利润水平同比增长，另外基于昆明基地的长远发展考虑，公司着手规划昆明新培训基地的建设工作。
- 天津基地基础设施建设基本完成，全球首台EC-135直升机全动模拟机正安装调试即将投入运营。
- 新加坡AST公司运营步入正轨，以东南亚和西亚为主的国际市场开拓卓有成效，并吸纳了首批国内航空公司的训练任务。
- 产业布局：为完善公司航空培训产业链布局，巩固公司第三方航空培训领域的领先地位，2016年公司通过收购罗克韦尔柯林斯海特（ACCEL）部分股权并增资的方式涉足航空培训产业上游飞行模拟设备研制领域，

进军全球民用模拟机制造销售市场，ACCEL 主要研发产品包括 B737\A320\C-919\ARJ-21 等飞机飞行模拟系统。

- 目前，公司已实现航空培训多领域、多机种、业务全球覆盖的战略布局，市场占有率稳步提高，公司作为独立第三方航空培训机构领先地位继续增强。

3. 航空维修：大飞机整机维修、飞机改装、飞机拆解业务获突破

- 2016 年，公司航空维修业务形成部附件和整机维修全覆盖，维修广度和深度均有新发展。
- 部附件维修。2016 年，公司部附件业务稳中有升。面对行业市场环境波动，采取有力措施，巩固部附件维修市场占有率，一方面，通过加强管理提高部附件维修业务竞争力，包括提高维修质量、缩短维修周期、提高器材周转率等途径；另一方面，优化部附件维修产品服务结构，加强维修能力建设特别是航空电子三代产品维修能力建设，年内累计新开发项目 71 项。
- 飞机整机维修。2016 年，天津海特飞机工程和宜捷海特运营状况理想，天津基地顺利开展整机大修、工程改装、航线等业务。2016 年，天津海特飞机工程飞机定检、飞机改装以及飞机拆解业务饱和，另外年内取得 EASA 资质认证。宜捷海特已取得 FAA 维修许可证，基本具有公务机系列全部大修能力，另外公司与宜捷海特原股东 EXECUJET AVIATION GROUP AG 签订股权转让合同，受让其持有的宜捷海特 49% 股权，交易完成后宜捷海特成为公司全资子公司。
- 2016 年 9 月，公司与 ISRAEL AEROSPACE INDUSTRIES,LTD., (以色列宇航工业有限公司，以色列最佳防务和航空公司) 签订《开发协议》，双方合作开发 B737-NG 飞机客改货 STC 业务，本次合作将增强公司飞机改装业务的实力。2016 年是公司整机维修和改装能力的快速发展阶段，未来，公司天津基地将逐步发展成为国内飞机维修企业中业务最具多元化，A320/B737 系列飞机以及公务机维修深度最深、改装能力最强的综合性飞机维修企业。2016 年，公司参股企业四川飞机维修工程有限公司二期机库已经投入运行。
- 发动机维修。主要从事发动机和 APU 修理工作，以及部附件维修，报告期内，修理量同比稳步增长。

4. 航空租赁：已建天津、新加坡、爱尔兰三大业务平台，打通产业链

- 航空租赁业务有利于优化公司航空服务商业模式。目前公司已建立天津、新加坡、爱尔兰三大业务平台，潜在合作项目和客户正积极开拓之中。
- 随着租赁业务全面铺开，公司航空产业的发展将拥有更多的主动权，航空主营业务可进一步稳健发展。
- 公司航空租赁业务未来将覆盖大飞机整机、发动机、航材的租赁业务。2013 年公司出资设立四川海特租赁有限公司，开始涉足航空租赁服务业务。2014 年 7 月，公司被商务部、国家税务总局批准为全国第十二批内资融资租赁试点企业，该项业务有利于公司优化航空服务商业模式，实现航空产业多元化发展，并整合资源，向综合航空技术服务方向发展，

达到促进公司航空主营业务发展的目的。目前公司航空融资租赁服务业务正按计划推进，飞机整机、发动机、航材的租赁业务架构初步形成。

- 2016年，公司拟出资人民币3亿元在天津投资设立华新飞机租赁(天津)有限公司(以下简称“华新租赁”)。通过本次对外投资设立华新租赁，将有助于公司进一步扩大航空租赁业务规模，降低租赁板块业务经营成本，通过飞机租赁等业务打通公司航空全产业链，提升综合竞争实力。

三、芯片业务：集成电路高端芯片制造业务有望逐步盈利

1. 芯片项目面向雷达、5G等，战略意义重大

- 海威华芯为公司控股子公司，主要从事第二代/第三代化合物半导体集成电路芯片的研制，产品主要面向5G、雷达、新能源、物联网等高端芯片市场。

2. 芯片业务：融入国家信息安全发展战略，混合所有制改革典范

- 海威华芯是公司和成都四威电子有限公司(中电科29所旗下)共同打造的集工艺开发、器件模型、产品生产制造于一体的第二代/第三代化合物半导体集成电路领域的开放平台，为公司响应“国家混合所有制改革”战略融入国家信息安全发展的重大举措。
- 公司联手四威电子合作打造微电子平台，涉足高端芯片制造领域，控股海威华芯是公司融入国家信息安全战略发展的重大举措，是混合所有制改革典范。
- 海特高新已与中电科29所签署了《战略合作意向书》，公司和中电科29所将就航空机载及检测设备开展联合立项、研制、联合生产等合作。双方将优先与对方开展深度合作。
- 中电科29所是我国最早建立、专业从事电子战技术研究、装备型号研制和生产的国家一类系统工程研究所，多年来一直承担着国家重点工程、国家重大基础、国家重大安全等工程任务，能够设计开发和生产陆、海、空、天、弹等各种平台的电子信息系统装备。

3. 突破高端射频芯片封锁，打开新的市场空间

- 2016年4月，海威华芯第一条6英寸第二代化合物半导体集成电路生产线贯通，该生产线同时具有砷化镓、氮化镓以及相关高端光电产品的生产能力。
- 2016年5月海威华芯首次开发出砷化镓产品成为国内首家掌握第二代半导体生产工艺的企业。

4. 国开基金增资海威华芯高端芯片项目

- 2016年7月，公司与国开发展基金有限公司、海威华芯签署《国开发展基金投资合同》，国开基金投资1.52亿元对海威华芯进行增资，推动芯片项目的发展。
- 2016年9月，海威华芯产出国内第一个GaAs 0.25um power pHEMT工艺的芯片设计包PDK。

- 2016 年，海威华芯主要完成团队建设、设备安装调试、产品市场开拓、以及工艺技术开发等工作，目前正积极的提高产品的良率及客户洽谈。

四、募投项目：募集 17 亿发展航空主业，将逐步进入收获期

- 公司 2015 年 9 月已完成定增事项，增发价为 20 元，共发行 8282 万股，募集资金总额 16.6 亿元，新增股票已于 2015 年 9 月 2 日上市。到 2016 年 9 月增发已经解禁。
- 公司将拓展航空动力控制系统研制能力等。募集资金项目为“天津海特飞机维修基地 2 号维修机库建设项目”、“新型航空动力控制系统的研发与制造项目”、“新型航空发动机维修技术开发和产业化项目”、“天津飞安航空训练基地建设项目”和“补充流动资金”。

五、投资建议

- 我们预计公司 17-19 年 EPS 为 0.19/0.36/0.67 元，对应 PE 为 71/37/20 倍。公司军品占比很高，是军民融合、混合所有制典范，芯片项目战略意义重大。
- 我们认为公司为军民融合、信息安全、通用航空战略配置标的。目前股价低于增发价（20 元，已经解禁）。考虑到公司的战略地位和未来 3 年业绩高速增长，首次给予“买入”评级。

六、风险提示

- 芯片项目投产交付产品进度低于预期
- 军品交付时间不确定性
- 直升机绞车和新型号 ECU 量产时间的不确定性

图表 3: 海特高新三张表

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	501,801	428,527	494,748	691,855	1,032,801	1,604,560
增长率	16.32%	-14.6%	15.5%	39.8%	49.3%	56.4%
营业成本	-177,487	-185,676	-255,113	-316,039	-388,437	-538,972
% 销售收入	35.4%	43.3%	51.6%	45.7%	37.6%	33.6%
毛利	324,314	242,850	239,635	375,816	644,365	1,065,588
% 销售收入	64.6%	56.7%	48.4%	54.3%	62.4%	66.4%
营业税金及附加	-8,838	-4,962	-17,012	-14,667	-24,271	-43,002
% 销售收入	1.8%	1.2%	3.4%	2.1%	2.4%	2.7%
营业费用	-13,745	-12,049	-14,717	-19,649	-29,332	-45,570
% 销售收入	2.7%	2.8%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用	-112,978	-148,080	-158,281	-205,412	-306,639	-476,394
% 销售收入	22.5%	34.6%	32.0%	29.7%	29.7%	29.7%
息税前利润 (EBIT)	188,753	77,759	49,626	136,088	284,124	500,623
% 销售收入	37.6%	18.1%	10.0%	19.7%	27.5%	31.2%
财务费用	-32,010	-61,206	-31,395	-33,021	-44,069	-63,214
% 销售收入	6.4%	14.3%	6.3%	4.8%	4.3%	3.9%
资产减值损失	-12,123	-16,998	-8,482	-10,343	-11,561	-12,975
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14,226	16,481	6,246	12,318	11,682	10,082
% 税前利润	8.0%	49.7%	13.2%	9.7%	4.4%	2.2%
营业利润	158,846	16,036	15,996	105,041	240,176	434,515
营业利润率	31.7%	3.7%	3.2%	15.2%	23.3%	27.1%
营业外收支	18,016	17,119	31,473	22,203	23,598	25,758
税前利润	176,862	33,156	47,468	127,244	263,774	460,273
利润率	35.2%	7.7%	9.6%	18.4%	25.5%	28.7%
所得税	-28,170	-8,186	-13,531	-31,938	-66,207	-115,529
所得税率	15.9%	24.7%	28.5%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	148,692	24,970	33,937	95,306	197,567	344,745
少数股东损益	-9,275	-14,683	-6,831	-50,218	-78,597	-159,399
归属于母公司的净利润	157,967	39,653	40,768	145,523	276,163	504,144
净利率	31.5%	9.3%	8.2%	21.0%	26.7%	31.4%

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	651,599	1,003,319	1,255,462	874,617	883,216	946,267
应收款项	392,410	529,346	561,056	743,602	1,081,258	1,526,398
存货	149,439	210,573	320,956	316,039	357,574	451,850
其他流动资产	19,950	16,222	200,329	203,424	207,261	215,239
流动资产	1,213,398	1,759,460	2,337,804	2,137,682	2,529,309	3,139,754
% 总资产	41.1%	38.7%	39.5%	35.0%	36.3%	39.1%
长期投资	196,917	184,821	604,444	604,444	604,444	604,444
固定资产	1,230,545	2,218,317	2,429,996	2,874,161	3,321,259	3,769,637
% 总资产	41.7%	48.9%	41.0%	47.0%	47.7%	46.9%
无形资产	154,016	222,101	385,128	330,367	343,088	351,909
非流动资产	1,738,616	2,781,346	3,587,620	3,977,023	4,436,842	4,894,041
% 总资产	58.9%	61.3%	60.5%	65.0%	63.7%	60.9%
资产总计	2,952,014	4,540,806	5,925,423	6,114,705	6,966,151	8,033,796
短期借款	201,731	12,978	186,894	240,678	543,793	663,225
应付款项	87,904	177,533	192,050	211,522	247,440	322,972
其他流动负债	29,360	-32,339	34,345	120,402	61,876	91,368
流动负债	318,995	158,172	413,289	572,602	853,109	1,077,565
长期贷款	885,492	610,954	1,040,743	1,040,743	1,040,743	1,040,743
其他长期负债	26,237	23,964	337,430	347,772	721,145	1,219,589
负债	1,230,723	793,091	1,791,462	1,961,117	2,614,997	3,337,897
普通股股东权益	1,665,347	3,287,772	3,640,486	3,710,330	3,986,494	4,490,637
少数股东权益	55,943	459,944	493,475	443,257	364,661	205,262
负债股东权益合计	2,952,014	4,540,806	5,925,423	6,114,705	6,966,151	8,033,796

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.469	0.052	0.054	0.192	0.365	0.666
每股净资产 (元)	4.942	4.344	4.810	4.903	5.268	5.934
每股经营现金净流 (元)	0.286	-0.043	0.068	0.146	0.071	0.170
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.49%	1.21%	1.12%	3.92%	6.93%	11.23%
总资产收益率	5.35%	0.87%	0.69%	2.46%	4.54%	7.15%
投入资本收益率	8.10%	1.84%	1.00%	2.54%	4.37%	6.51%
增长率						
营业总收入增长率	16.32%	-14.60%	15.45%	39.84%	49.28%	55.36%
EBIT增长率	28.22%	-58.80%	-36.18%	174.23%	108.78%	76.20%
净利润增长率	24.31%	-74.90%	2.81%	256.95%	89.77%	82.55%
总资产增长率	26.43%	53.82%	30.49%	-0.18%	3.15%	16.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	199.7	357.1	372.1	360.0	348.0	312.0
存货周转天数	299.4	353.9	380.2	365.0	336.0	306.0
应付账款周转天数	134.5	179.1	196.7	180.2	162.5	144.7
固定资产周转天数	504.3	778.6	900.6	770.1	576.5	409.8
偿债能力						
净负债/股东权益	25.31%	-10.12%	-0.67%	9.79%	24.43%	34.18%
EBIT利息保障倍数	5.9	1.3	1.6	4.1	6.4	7.9
资产负债率	41.69%	17.47%	30.23%	29.65%	28.43%	33.42%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	148,692	24,970	33,937	95,306	197,567	344,745
少数股东损益	0	0	0	-50,218	-78,597	-159,399
非现金支出	93,206	108,781	114,038	145,597	169,579	198,361
非经营收益	22,127	40,719	26,993	20,697	16,757	27,585
营运资金变动	-167,515	-206,704	-123,284	-150,873	-329,957	-442,370
经营活动现金净流	96,510	-32,234	51,684	60,508	-24,651	-31,079
资本开支	568,765	557,177	399,016	502,455	594,239	616,827
投资	71,507	-99,645	-204,736	0	0	0
其他	11,424	9,793	102,991	12,318	11,682	10,082
投资活动现金净流	-485,835	-647,029	-500,761	-490,137	-582,557	-606,745
股权募资	0	1,619,905	0	0	0	0
债权募资	488,292	-487,466	588,034	-146,216	0	523,561
其他	-75,791	-101,456	113,186	-55,217	-127,716	-63,425
筹资活动现金净流	412,501	1,030,983	701,220	-201,434	-127,716	460,136
现金净流量	23,176	351,720	252,143	-631,063	-734,924	-177,688

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。