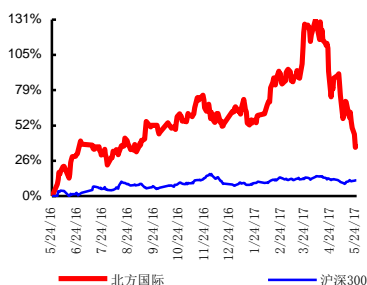


北方国际(000065)/专业工程
已驶入快速轨道的一带一路先锋列车
评级：买入(维持)
市场价格：22.58
目标价格：36
分析师：夏天
执业证书编号：S0740517010001
电话：021-20315190
Email：xiatian@r.qlzq.com.cn
分析师：杨涛
执业证书编号：S0740516080005
Email：yangtao@r.qlzq.com.cn
联系人：程龙戈
Email：chenglg@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	513
流通股本(百万股)	401
市价(元)	22.58
市值(百万元)	11,584
流通市值(百万元)	9,044

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,285.6	8,761.9	10,190.4	12,407.3	14,516.6
增长率 yoy%	41.7%	104.5%	16.3%	21.8%	17.0%
净利润	218.9	461.0	617.7	860.3	1,143.4
增长率 yoy%	18.6%	110.7%	34.0%	39.3%	32.9%
每股收益(元)	0.43	0.90	1.20	1.68	2.23
每股现金流量	1.4	0.3	8.0	-4.5	9.6
净资产收益率	11.3%	14.5%	16.4%	18.8%	20.1%
P/E	52.9	25.1	18.8	13.5	10.1
PEG	0.9	0.7	0.4	0.2	0.3
P/B	6.0	3.6	3.1	2.5	2.0

备注：

投资要点

- 公司已经进入快速成长期,当前在手订单饱满、可执行订单充足。**公司2016年业绩同比增长53.5%，今年一季度业绩同比增长43.4%，已进入快速成长期。公司目前在手重大合同约568亿元，约为2016年收入的6.5倍，是国际工程收入的11倍，生效待执行订单220亿元，未生效订单348亿元，充足订单保障业绩持续高增长。未生效订单中85%位于伊朗，当前伊朗局势好转，订单有望大规模生效，如若生效有望上调未来盈利预测。
- 集团公司支持将力促十三五期间跨越发展。**北方国际是实际控制人北方工业旗下唯一A股上市公司平台和对外工程承包窗口，具有“大集团、小公司、唯一平台”特征，十三五期间被定为集团新的增长级，在一带一路国家战略背景下必将得到集团全力支持，有望进入跨越式发展阶段。依靠集团强大品牌实力背书，未来集团军贸业务的政商客户和渠道将为公司带来大量海外项目资源，此外集团也将对公司业绩增加考核要求。
- 公司市场结构优化、业务模式丰富、与集团协调增强将促订单加速增长。精细化管理将促毛利率提升。**借助集团海外丰富客户资源和完善网络，积极发挥NORINCO整体品牌优势，公司加大海外市场开拓力度，减少对伊朗等少数几个国别市场依赖，2016年海外项目已涉及9个国别，并成立巴基斯坦、伊拉克等分公司加速新市场开发。公司积极开展海外投资业务，借助一带一路战略机遇探索海外PPP项目，以投资带动施工升级业务模式。此外将加强与集团资源协同，集团将带来大量项目信息，目前还未完全体现，未来有望带动订单加速增长。公司当前毛利率明显低于行业平均水平，通过加强采购、招投标等环节的精细化管理，优化订单结构，未来毛利率有巨大提升空间。
- 注入资产业绩超预期，未来仍有进一步注入潜力。**2016年注入资产实现权益净利润1.43亿元，同比增长39%，显著超预期。北方车辆/北方物流/北方机电/北方新能源/深圳华特分别实现利润9220/1799/1682/651/3039万元。2016年注入资产完成扣非利润合计1.56亿元，为业绩承诺的135%。后续公司将针对重组公司，探索创新管控模式和公司治理机制，充分发挥注入资产间的协同作用。集团2015年收入约1454亿元，净利润为49.08亿元，已将民品资产注入公司，随着国企改革深化后续存进一步资产注入潜力。
- 投资建议：**预测公司2017-2019年归母净利润分别为6.2/8.6/11.4亿元，2016-2019年CAGR为35%，EPS分别为1.20/1.68/2.23元，当前股价对应PE分别为19/14/10倍，目标价36元（对应2017年30倍PE），买入评级。
- 风险提示：**注入资产整合风险，海外经营风险，汇率大幅波动风险。

内容目录

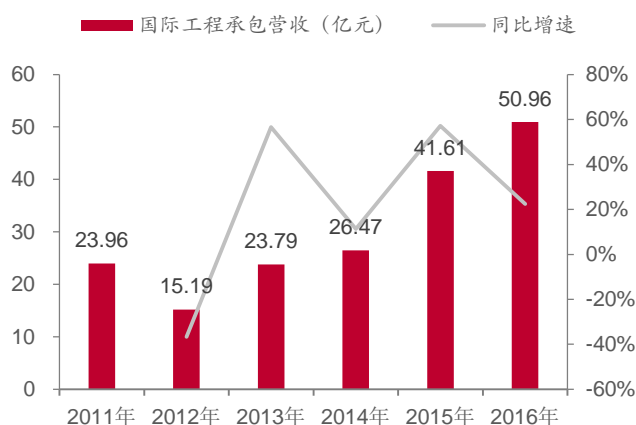
1. 已经进入快速成长期，当前在手订单饱满、可执行订单充足	- 3 -
1.1.公司已进入快速成长期.....	- 3 -
1.2.在手订单充裕，保障未来业绩持续高增长.....	- 3 -
1.3.市场结构优化、业务模式丰富、与集团协调增强将促订单加速增长	- 6 -
1.4.精细化管理促毛利率提升	- 6 -
2.注入资产业绩贡献超预期，未来有进一步注入潜力	- 7 -
3. 集团公司支持将力促十三五期间跨越发展.....	- 9 -
4.投资建议.....	- 11 -
5.风险提示.....	- 11 -

1. 已经进入快速成长期，当前在手订单饱满、可执行订单充足

1.1. 公司已进入快速成长期

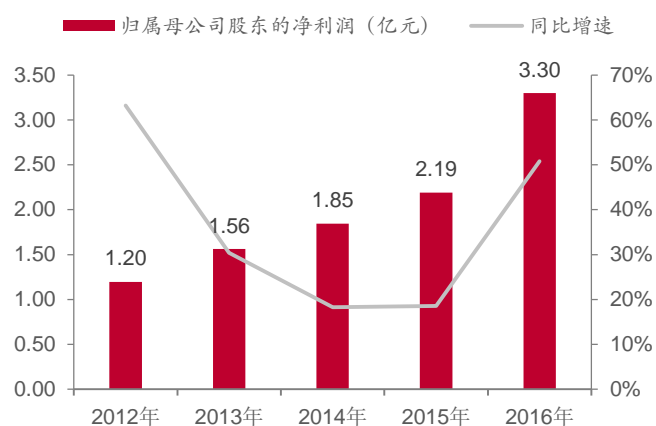
- 国际工程主业内生增长趋势强劲，一季度延续高增长。**2016 年公司实现营业收入 87.62 亿元，同比增长 8.10%（包含注入资产），归母净利润 4.61 亿元，同比增长 53.54%。其中原国际工程主业收入同比增长 22.5%，贡献归母净利润 3.3 亿元，同比增长约 50%。如果按照注入资产一季度增长 20% 计算，原主业一季度业绩同比增长约 67%，内生增长趋势强劲。2012-2015 年国际工程收入 CAGR 为 35%，归母净利润 CAGR 为 29%。公司当前在手订单充裕，在集团支持下“十三五”间将进入新一轮高速增长周期。

图表 1：公司国际工程承包营收及增速



来源：Wind, 中泰证券研究所

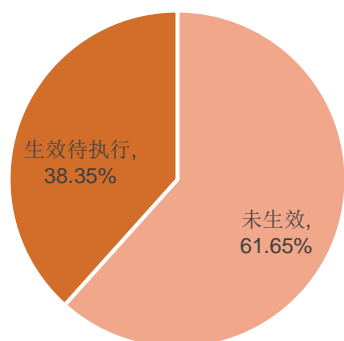
图表 2：公司归母净利润及增速



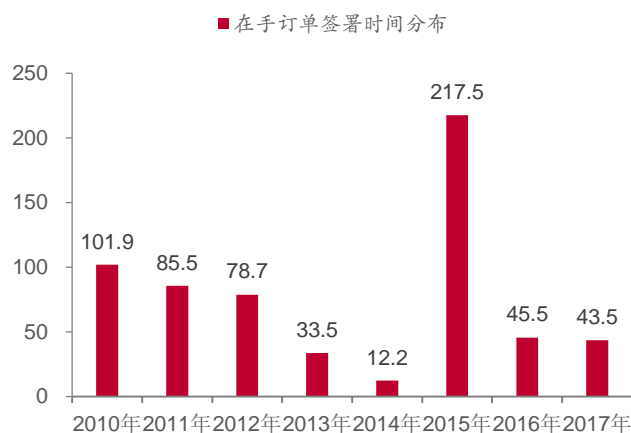
来源：Wind, 中泰证券研究所, 16 年数据剔除注入的资产

1.2. 在手订单充裕，保障未来业绩持续高增长

- 在手大额订单充裕，保障业绩增长。**截至 2017 年 5 月中，公司目前在手重大合同约 568 亿元，约为 2016 年收入的 6.5 倍，是国际工程收入的 11 倍，其中，未生效订单 348 亿元，生效待执行订单 220 亿元。充足的订单保障公司未来业绩增长。

图表 3：在手订单生效与未生效比例


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：在手大额订单签署时间分布


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：公司公告在手订单列表

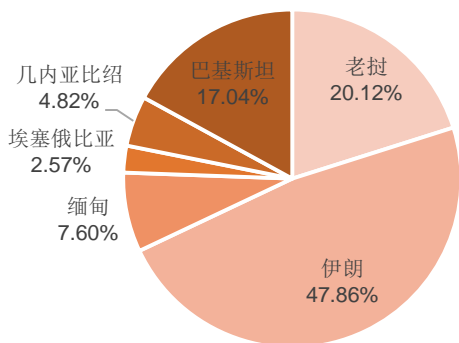
时间	项目名称	项目金额	签订国家	项目领域	履行情况
2010/8/21	建造老挝 Xebangfai 河流域灌溉和防洪管理总承包项目	15 亿美元	老挝	水利	截至 2017 年 3 月 31 日，累计确认收入 19090.31 万元
2011/4/28	伊朗阿瓦士轻轨一号线项目	38.49 亿人民币	伊朗	轨道交通	尚未生效
2011/9/28	缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿项目采购施工总承包合同	7 亿美元	缅甸	矿业	截至 2017 年 3 月 31 日，累计确认收入 265409.14 万元
2012/5/12	德黑兰地铁六号线项目合同	78.7 亿人民币	伊朗	轨道交通	尚未生效
2013/10/29	埃塞俄比亚 Addis Ababa-Djibouti 铁路车辆采购项目代理合同	2.59 亿美元	埃塞俄比亚	轨道交通	截至 2017 年 3 月 31 日，累计确认收入 140885.51 万元
2013/11/8	几内亚比绍 Saltinho 水电站项目 EPC 总承包合同	2.87 亿美元	几内亚比绍	电力（水电站）	尚未生效
2014/4/26	几内亚比绍 Saltinho-比绍-塔纳府输变电线路与变电站项目 EPC 总承包合同	1.99 亿美元	几内亚比绍	电力	尚未生效
2015/3/4	伊朗德黑兰 1008 辆碳钢地铁车供货合同重大合同暨日常关联交易合同	112.17 亿人民币	伊朗	轨道交通	尚未生效
2015/12/24	巴基斯坦拉合尔轨道交通橙线项目	16.26 亿美元	巴基斯坦	轨道交通	截至 2017 年 3 月 31 日，累计确认收入 109571.2 万元
2016/1/28	老挝 500KVPakading-Mahaxai 输变电线路项目合同	3.43 亿美元	老挝	电力	尚未生效
2016/1/28	高乐巴哈-马什哈德电气化铁路项目合同	22.95 亿人民币	伊朗	轨道交通	尚未生效
2017/1/20	伊朗内政部 406 辆地铁车采购项目合同	4.95 亿欧元	伊朗	车辆供货	尚未生效
2017/3/21	德黑兰 70 辆铝合金地铁车供货项目合同	0.938 亿欧元	伊朗	车辆供货	尚未生效

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 伊朗地区及轨交领域订单较集中。公司在手大额订单主要集中在伊朗地

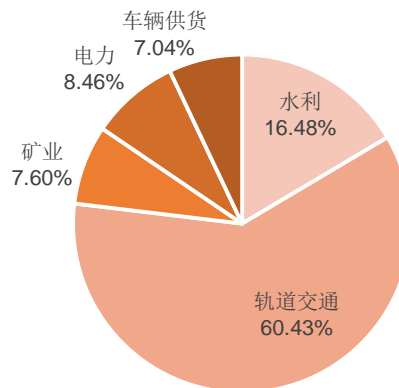
区，占比近 50%，老挝和巴基斯坦分别占 20%和 17%。公司所持订单的行业分布主要在轨道交通领域和水利领域，分别占逾 60%和 16%。同时，公司在矿业、电力及车辆供货方面的订单获取中也有所获。

图表 6：公司在手订单地域分布



来源：公司公告, 中泰证券研究所

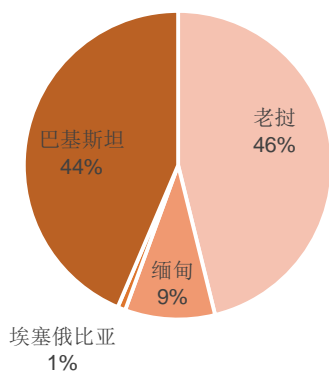
图表 7：公司在手订单行业分布



来源：公司公告, 中泰证券研究所

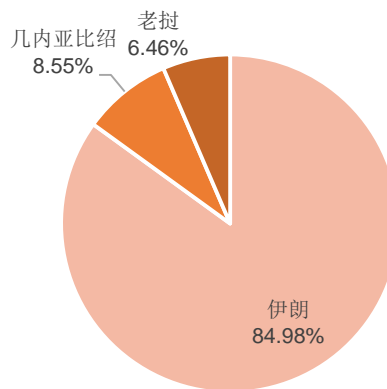
- 生效订单中，老挝和巴基斯坦占比高，未生效订单中，伊朗占比最大。订单分布中，老挝和巴基斯坦分别占生效待执行订单的 46%和 44%，未生效订单中，主要集中在伊朗地区，占比达 84.98%

图表 8：生效订单国别分布



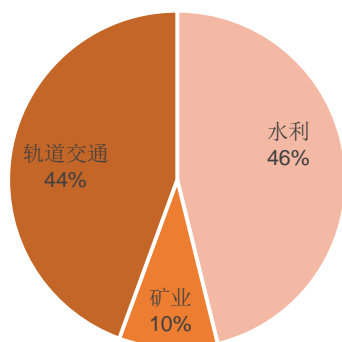
来源：公司公告, 中泰证券研究所

图表 9：未生效订单国别分布

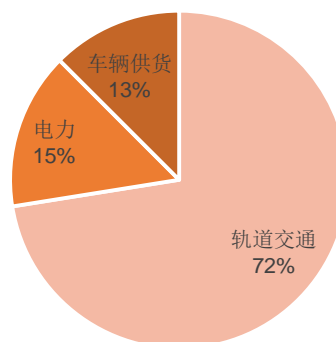


来源：公司公告, 中泰证券研究所

- 生效订单中主要集中在水利和轨交，未生效订单中主要集中在轨交。公司在水利领域订单生效率最高，占公司生效订单的 46%，其次为轨交，占比为 44%。未生效订单中轨交占比最高，达 72%。

图表 10：生效订单行业分布


来源：公司公告, 中泰证券研究所

图表 11：未生效订单行业分布


来源：公司公告, 中泰证券研究所

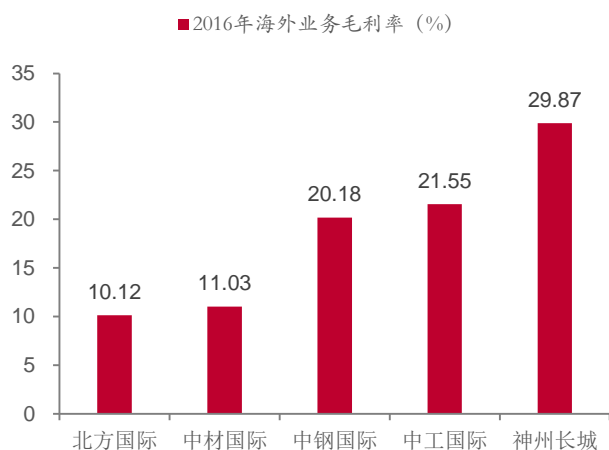
1.3. 市场结构优化、业务模式丰富、与集团协调增强将促订单加速增长

- **加强新市场开拓，优化市场结构。**借助集团海外丰富客户资源和完善网络，积极发挥 NORINCO 整体品牌优势，公司加大海外市场开拓力度，减少对伊朗等少数几个国别市场依赖。2016 年，公司签约 17 个项目，共计 21 亿美元。签约项目涉及 9 个国别，在肯尼亚、伊拉克、哈萨克斯坦取得突破。公司设置了巴基斯坦分公司、伊拉克分公司等海外机构，并以传统市场为区域中心向周边辐射，加速新市场开发。
- **加快发展海外投资业务，以投资带动施工升级业务模式。**公司高度重视投资驱动作用，将海外投资工作作为转型升级的主要抓手，借助一带一路战略机遇积极探索海外 PPP 项目，以投资带动施工升级业务模式。报告期内跟踪的投资项目达到 10 余个，并积极做好老挝南湃水电站 BOT 项目管理团队建设，为发电运营奠定了坚实基础。报告期内老挝南湃水电站 BOT 项目按计划完成大坝填筑、厂房浇筑，实现隧洞贯通并顺利下闸蓄水；完成全部机电设备发运；土建主体和机电安装已全部完成。公司在巴基斯坦设立的、用于投资建设和运营巴基斯坦萨塔风电投资项目的萨塔电力有限公司，成为巴基斯坦信德省当年首家获得发电执照的风电公司，为公司在巴电力投资项目的运营管理打下基础。
- **与集团协调增强将促订单加速增长。**公司实际控制人北方工业公司是我国军贸事业的开拓者和领先者，在海外经营历史悠久，政商关系深厚，已形成遍布全球的完善营销网络。未来将加强与集团资源协同，集团将带来大量项目信息，目前还未完全体现，未来有望带动订单加速增长。

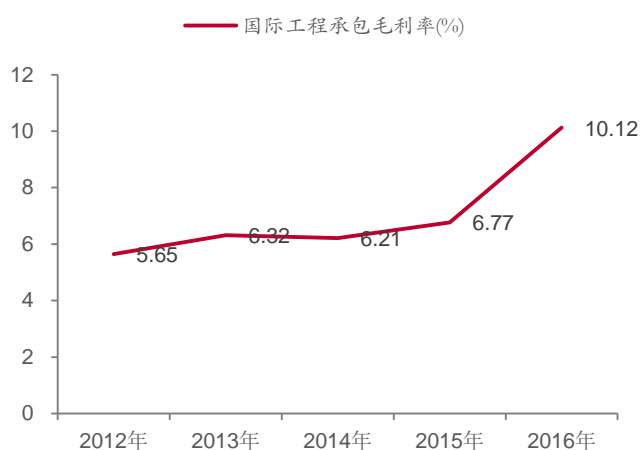
1.4. 精细化管理促毛利率提升

- **毛利率提升空间大，未来业绩有望加速。**2012 年-2015 年公司国际工程业务毛利率在 5.5%-7% 之间，显著低于行业平均水平。2016 年公司国

际工程毛利率为 10.12%，大幅提升 3.35 个 pct，主要受益于人民币贬值、订单结构优化以及公司精细化管理。公司历史订单土建类占比较大，且为开拓市场报价较低，造成毛利率偏低。根据公司近期公告订单趋势来看，机电类项目占比逐渐提升，将有力提升公司综合毛利率。同时公司加强供应商精细化管理，拓展供应商合作范围，引入良性竞争机制，也有望显著提升项目盈利水平。未来公司毛利率有望逐步提升，促业绩加速增长。

图表 12：公司与其他国际工程公司毛利率对比


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：公司国际工程毛利率水平


来源：公司公告，中泰证券研究所

2.注入资产业绩贡献超预期，未来有进一步注入潜力

- **注入资产贡献业绩显著超预期。**注入资产实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 39%，显著超预期。北方车辆/北方物流/北方机电/北方新能源/深圳华特分别实现利润 9220/1799/1682/651/3039 万元，扣非后净利润均显著超出之前业绩承诺。2016 年注入资产完成扣非业绩 1.56 亿元，为业绩承诺的 135%。

图表 14：注入资产净利润情况 (单位万元)

注入资产	权益比例	2014 年	2015 年	2016 年
中国北方车辆有限公司	100%	5007	4720	9220
深圳华特容器股份有限公司	99%	2935	3454	3039
广州北方机电发展有限公司	51%	1464	1765	1682
北方万邦物流有限公司	51%	1085	2332	1800
广州北方新能源技术有限公司	51%	434	190	651
按权益比例归属后合计		9434	10326	14336

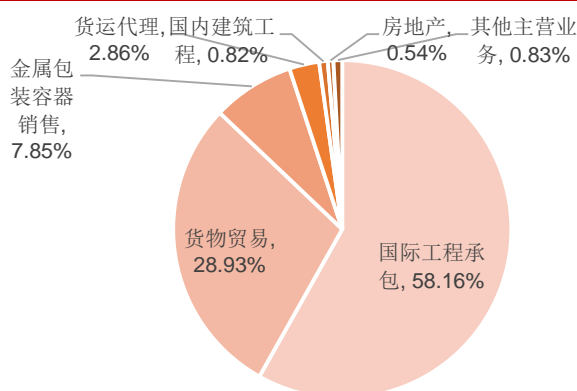
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 15: 注入资产业绩完成情况 (扣非净利润, 单位万元)

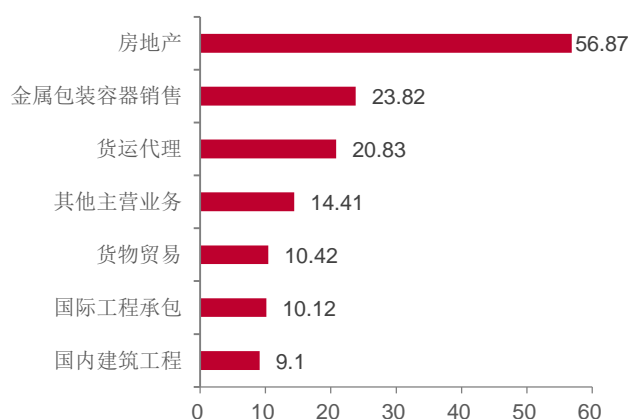
注入资产	完成比例	2016 年完成	2016 年承诺	2017 年承诺	2018 年承诺
中国北方车辆有限公司	142%	8565	6020	7050	8000
深圳华特容器股份有限公司	114%	3283	2876	3353	3941
广州北方机电发展有限公司	140%	1681	1200	1400	1700
北方万邦物流有限公司	146%	1618	1112	1300	1400
广州北方新能源技术有限公司	148%	443	300	400	500

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2016 年重组后公司业务变更为以国际工程承包为主体的多元业务模式**, 包括房地产开发、货物贸易、金属包装容器制造、货运代理等。2016 年国际工程承包业务实现收入 51 亿元, 占比 58.16%, 同比增长 22.5%; 货物贸易实现营业收入 25 亿元, 占比 28.94%; 金属包装容器销售实现营业收入 6.9 亿元, 占比 7.86%; 货运代理实现营业收入 2.5 亿元; 占比 2.87%; 其他实现营业收入 7315.18 万元, 占比 0.83%。
- 加强整合, 充分发挥协同作用, 打造集团民品国际化大平台**。重组后公司成为整合北方公司内部国际工程和民品国际化经营业务的大平台, 全面提升为客户提供一揽子解决方案的能力, 更有利于公司加快国际市场开拓步伐。后续公司将针对重组公司, 探索创新管控模式和公司治理机制, 充分发挥注入资产间的协同作用, 紧密围绕工程总承包核心业务, 通过发展合作伙伴, 积极扩展上下游产业链, 逐步从单一的一工程承包商向集咨询、投融资、工程承包、运营为一体的国际工程综合服务商转变。

图表 16: 公司主营业务构成


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 公司各业务毛利率 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

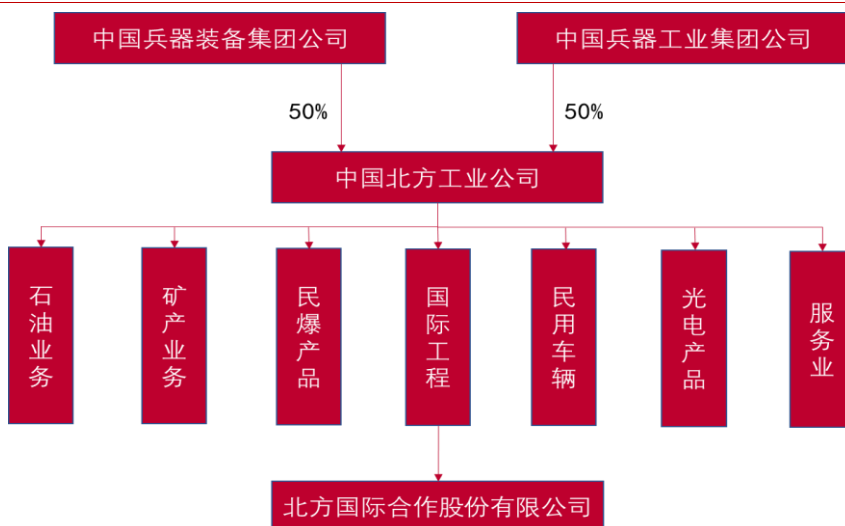
- 集团改革提速, 后续存进一步资产运作空间**。去年 9 月, 兵器工业集团与兵器装备集团、中国国新公司签署了《中国北方工业公司改制组建之出资协议》, 将有力促进北方工业公司实现股权多元化、国际化业务等的发展, 对推动北方工业公司建立现代企业制度、促进其长远发展有着重

要意义，也标志着集团的经营和发展又开启了新的篇章。今年1月，兵器工业集团印发混改方案，表明两大兵器集团内国改进程提速。去年北方工业已将北方车辆、北方物流、北方机电、北方新能源、深圳华特等资产注入，公司成为整合集团内部国际工程和民品国际化经营业务的大平台。后续随着兵工集团与兵装集团国改进程深化，公司存进一步资本运作预期。

3. 集团公司支持将力促十三五期间跨越发展

- **大集团、小公司、唯一平台。**公司实际控制人北方工业公司实力强大，两大兵器集团分别持股 50%。北方工业 2015 年收入约 1454 亿元，净利润为 49.08 亿元，北方国际是其旗下唯一 A 股上市公司平台和对外工程承包窗口，具有典型的“大集团、小公司、唯一平台”特征。
- **集团鼎力支持下打造对接“一带一路”重要窗口，打造集团全新增长级。**目前“十三五”期间控股股东对北方国际具有明确清晰的定位，即把北方国际打造成为高端国际工程公司。在“一带一路”持续深入推进下，公司在集团内的地位也将不断提高，定位为集团全新增长级。同时，为积极响应国家一带一路战略号召，北方工业在十三五期间有望将公司作为“走出去”平台，在财力、资源上给予大力支持，有望促公司迎来加速成长期。集团也将加强对公司的业绩考核要求。

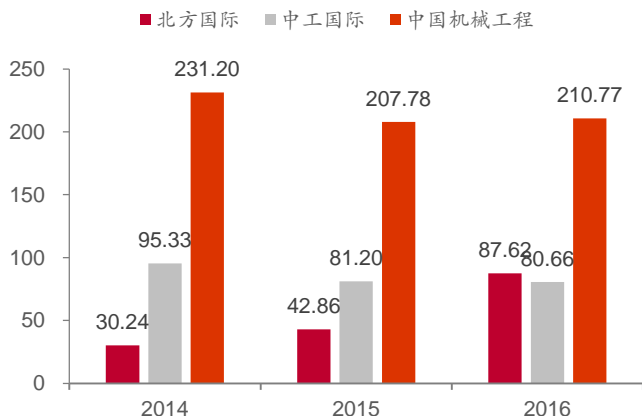
图表 18：北方国际在集团中的位置



来源：公司公告，中泰证券研究所

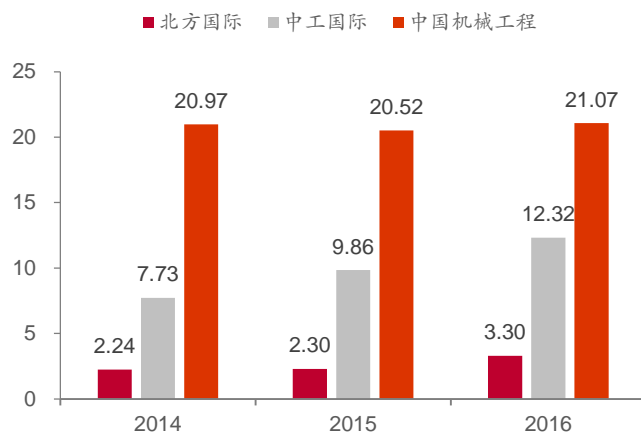
- **公司海外工程业务规模较小，未来仍具较大成长潜力。**对标国机集团下属两大国际工程公司中工国际和中国机械工程，2016 年收入和净利润分别为 80.66/210.77 亿元和 12.32/21.07 亿元，北方国际的国际工程收入仅为 51 亿元，对应利润为 3.3 亿元，规模相对较小。而北方国际作为北方工业下仅有的对外工程窗口，其地位不言而喻，需要一定规模支撑国际工程在集团内部作为一个单独的业务板块。在北方工业的支持和推动下，公司的规模有望进一步扩张，未来成长潜力巨大。

图表 19: 北方国际与国机集团下属两公司收入对比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (北方国际为国际工程业务)

图表 20: 北方国际与国机集团下属两公司利润对比

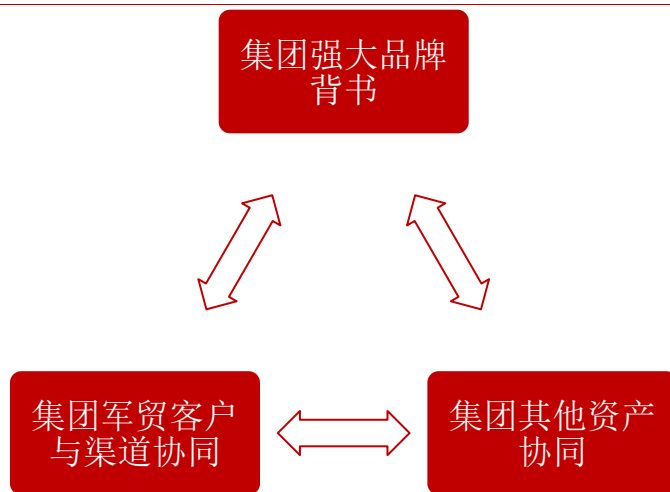


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (北方国际为国际工程业务)

■ 集团对公司的支持主要体现在以下几方面:

- 1、集团实力强劲, 在海外市场极具品牌优势, 为公司提供背书, 有利于海外项目承接。
- 2、北方工业军贸业务规模较大, 客户多为一带一路等沿线国家政府机构, 政商关系深厚, 同时海外经营网络布局广泛, 与公司在客户和渠道方面将产生明显协同效应, 加速海外业务发展。
- 3、集团其他相关资产与公司产生协同, 增强为客户提供多方位综合服务的能力, 并实现业务承接领域的多元化发展。此次注入的北方车辆、北方机电、北方物流等资产与公司海外工程业务协同效应良好, 此外集团内还拥有矿业、石油等资产, 将有力协助公司承接相关领域工程项目。

图表 21: 集团对公司强力支持



来源: 中泰证券研究所

4.投资建议

- **投资建议:**预测公司2017-2019年归母净利润分别为6.2/8.6/11.4亿元,2016-2019年CAGR为35%,EPS分别为1.20/1.68/2.23元,当前股价对应PE分别为19/14/10倍,目标价36元(对应2017年30倍PE),买入评级。

5.风险提示

- **风险提示:**注入资产整合风险,海外经营风险,汇率大幅波动风险。

图表 22: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,285.6	8,761.9	10,190.4	12,407.3	14,516.6	成长性					
减: 营业成本	3,954.0	7,721.9	8,926.0	10,800.7	12,549.7	营业收入增长率	41.7%	104.5%	16.3%	21.8%	17.0%
营业税费	4.0	9.8	10.2	12.7	15.2	营业利润增长率	4.2%	130.9%	31.7%	34.6%	33.2%
销售费用	56.9	311.0	315.9	347.4	348.4	净利润增长率	18.6%	110.7%	34.0%	39.3%	32.9%
管理费用	61.0	182.6	203.8	227.8	246.8	EBITDA增长率	-16.1%	148.6%	48.6%	35.8%	33.6%
财务费用	-76.3	-165.9	-98.0	-115.2	-141.1	EBIT增长率	-16.8%	136.2%	57.8%	36.9%	34.4%
资产减值损失	15.6	87.5	20.0	30.0	34.0	NOPLAT增长率	-18.2%	130.2%	59.1%	38.6%	34.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.7%	-130.2%	-1516.4%	-97.7%	5284.1%
投资和汇兑收益	1.8	13.3	15.0	10.0	20.0	净资产增长率	83.2%	69.2%	18.1%	20.7%	23.2%
营业利润	272.1	628.2	827.5	1,114.0	1,483.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.8	13.6	16.6	10.3	15.6	毛利率	7.7%	11.9%	12.4%	12.9%	13.5%
利润总额	272.9	641.8	844.0	1,124.3	1,499.2	营业利润率	6.3%	7.2%	8.1%	9.0%	10.2%
减: 所得税	42.4	113.5	143.5	179.9	239.9	净利润率	5.1%	5.3%	6.1%	6.9%	7.9%
净利润	218.9	461.0	617.7	860.3	1,143.4	EBITDA/营业收入	4.8%	5.8%	7.4%	8.2%	9.4%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	4.6%	5.3%	7.2%	8.0%	9.2%
货币资金	3,240.9	3,688.5	7,367.8	5,129.2	10,174.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	11	10	13	10	8
应收帐款	943.6	2,741.1	1,504.9	3,567.0	2,462.1	流动营业资本周转天数	-124	-67	-117	-100	-94
应收票据	-	650.6	126.1	283.3	355.5	流动资产周转天数	415	321	389	361	369
预付帐款	990.5	2,058.5	2,282.1	2,714.9	2,906.5	应收帐款周转天数	70	76	75	74	75
存货	388.0	842.8	644.9	1,209.8	872.5	存货周转天数	31	25	26	27	26
其他流动资产	14.2	75.7	32.2	40.7	49.5	总资产周转天数	485	386	461	419	418
可供出售金融资产	38.4	38.4	38.4	38.4	38.4	投资资本周转天数	-63	-11	-52	-47	-50
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	11.9	86.7	86.7	86.7	86.7	ROE	11.3%	14.5%	16.4%	18.8%	20.1%
投资性房地产	10.7	29.2	29.2	29.2	29.2	ROA	3.5%	4.3%	5.0%	6.3%	6.7%
固定资产	123.8	382.4	362.0	341.7	321.3	ROIC	-21.7%	-50.9%	268.3%	-26.2%	-1545.6%
在建工程	-	63.3	63.3	63.3	63.3	费用率					
无形资产	815.7	1,319.5	1,316.2	1,312.9	1,309.6	销售费用率	1.3%	3.5%	3.1%	2.8%	2.4%
其他非流动资产	39.9	171.5	85.3	94.7	113.0	管理费用率	1.4%	2.1%	2.0%	1.8%	1.7%
资产总额	6,617.6	12,148.2	13,939.1	14,911.7	18,782.2	财务费用率	-1.8%	-1.9%	-1.0%	-0.9%	-1.0%
短期债务	287.9	214.9	-	-	-	三费/营业收入	1.0%	3.7%	4.1%	3.7%	3.1%
应付帐款	3,282.5	5,091.0	6,944.0	6,809.9	8,693.5	偿债能力					
应付票据	-	484.7	93.4	207.9	258.9	资产负债率	67.3%	69.9%	69.0%	65.0%	65.8%
其他流动负债	739.8	2,388.0	2,557.3	2,653.8	3,378.6	负债权益比	205.8%	231.8%	222.3%	185.8%	192.2%
长期借款	129.9	277.5	-	-	-	流动比率	1.29	1.23	1.25	1.34	1.36
其他非流动负债	13.5	31.2	20.1	21.6	24.3	速动比率	1.20	1.13	1.18	1.21	1.29
负债总额	4,453.5	8,487.3	9,614.8	9,693.3	12,355.3	利息保障倍数	-2.56	-2.79	-7.44	-8.67	-9.52
少数股东权益	219.9	472.3	551.0	633.6	746.9	分红指标					
股本	274.4	513.0	513.0	513.0	513.0	DPS(元)	0.04	-	0.08	0.10	0.09
留存收益	1,668.8	2,685.9	3,260.3	4,071.8	5,166.9	分红比率	10.0%	0.0%	7.0%	5.7%	4.2%
股东权益	2,164.0	3,660.9	4,324.3	5,218.4	6,426.8	股息收益率	0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	230.4	528.3	617.7	860.3	1,143.4	EPS(元)	0.43	0.90	1.20	1.68	2.23
加: 折旧和摊销	8.2	47.5	23.7	23.7	23.7	BVPS(元)	3.79	6.22	7.36	8.94	11.07
资产减值准备	15.6	87.5	-	-	-	PE(X)	52.9	25.1	18.8	13.5	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.0	3.6	3.1	2.5	2.0
财务费用	-42.2	-54.6	-98.0	-115.2	-141.1	P/PCF	42.2	-26.4	3.3	-5.1	2.3
投资收益	-1.8	-13.3	-15.0	-10.0	-20.0	P/S	2.7	1.3	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	11.6	67.3	82.8	84.1	115.9	EV/EBITDA	27.9	21.6	6.1	6.8	1.4
营运资金的变动	130.2	-517.7	3,484.6	-3,156.4	3,813.3	CAGR(%)	60.0%	33.6%	46.2%	60.0%	33.6%
经营活动产生现金	379.3	144.1	4,095.8	-2,313.6	4,935.2	PEG	0.9	0.7	0.4	0.2	0.3
投资活动产生现金	-187.5	-463.0	15.0	10.0	20.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	518.9	368.5	-431.6	65.0	90.2	REP					

来源: Wind, 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。