

## 轻资产化转型 业务深化打造高端物管品牌

公司动态

### ◆剥离房地产开发业务，轻资产化转型

2016年中航地产出售部分房地产开发业务资产与负债；年末共有6个房地产开发项目和2个储备项目，合计权益货值212亿元左右。公司承诺后续退出房地产开发业务，聚焦物业资产管理业务，围绕机构类物业资产的管理，重点发展物业及设备设施管理、资产经营、客户一体化服务外包三项核心业务，坚持轻资产化转型。2016年房地产业务营收占比达60%，预计业务转型期将持续一段时间。

### ◆深化业务升级，打造机构物业资管顶尖品牌

中航物业2016年新签年度合同额超5亿；截至2017年5月，管理项目总数416个，总面积4860万平方米；业务范围覆盖深圳、北京、上海、广州、济南、重庆、武汉等二十多个城市。中航物业在国内机构类物业管理市场中占据领先地位，涵盖政府、学校、金融、公共事业和写字楼等机构物业类型；并从物业资产全生命周期管理和客户一体化服务外包两个维度不断深化业务升级；未来将持续受益于行业集中度提升。

### ◆“九方”品牌输出，商业地产运营轻资产化扩张

公司目前经营6家九方购物中心，总营业面积超过68万平方米。2016年与巨亿广场签订协议，由赣州九方管理人员进驻管理，以管理输出的模式扩大经营规模、提高品牌影响力。

### ◆12个月目标价10.98元，首次覆盖增持评级

预测2017/2018/2019营收分别为73/84/98亿元，归母净利润分别为3.87/4.69/5.63亿元，EPS分别为0.58/0.70/0.84元。我们采用分部估值法，对房地产开发业务、物业管理、建筑业、其他业务分别给予2017年16、26、20、20倍PE的估值，得到公司股权价值73亿元，折合目标价10.98元，首次覆盖给予“增持”评级。

### ◆风险提示

房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟；房地产调控时间过长导致销售不及预期；物业管理业务发展不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,519	6,323	7,263	8,418	9,846
营业收入增长率	-11.36%	14.57%	14.87%	15.89%	16.97%
净利润(百万元)	401	161	387	469	563
净利润增长率	-18.53%	-59.77%	139.52%	21.37%	19.98%
EPS(元)	0.60	0.24	0.58	0.70	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.14%	3.95%	8.74%	9.83%	10.84%
P/E	17	42	17	14	12

### 增持(首次)

当前价/目标价：10.09/10.98元

目标期限：12个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)

021-22169050

[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

### 联系人

何缅甸

021-22169170

[hemiannan@ebsec.com](mailto:hemiannan@ebsec.com)

范晓佳

021-22169156

[xifan@ebsec.com](mailto:xifan@ebsec.com)

### 市场数据

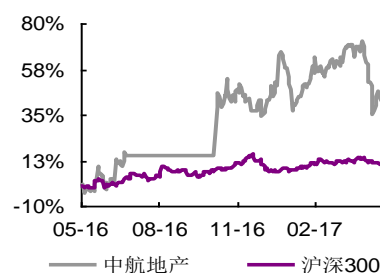
总股本(亿股)：6.67

总市值(亿元)：67.30

一年最低/最高(元)：8.03/13.18

近3月换手率：57.51%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.10	-22.07	8.65
绝对	10.82	-16.43	24.40

### 相关研报

## 1、剥离房地产开发业务，轻资产化转型

中航地产股份有限公司成立于 1985 年，原核心业务为商业地产的投资、开发与经营；未来将聚焦物业资产管理业务，围绕机构类物业资产的管理，重点发展物业及设备设施管理、资产经营以及客户一体化服务外包三项核心业务。截至 2017Q1，公司总资产为 198.06 亿元，净资产为 46.22 亿元，总股本为 6.67 亿股。

公司控股股东为中国航空技术深圳有限公司，其持有中航国际控股股份有限公司 35.63% 股份、深圳中航城发展有限公司 100% 股份。中国航空技术深圳有限公司与西安飞机工业(集团)有限责任公司的实际控制人同为中航工业集团公司。中国航空工业集团公司是由国务院国资委管理的特大型企业，设有航空武器装备、军用运输类飞机、直升机、机载系统与汽车零部件、通用航空、资产管理、金融等产业，2016 年在世界 500 强排行榜中名列第 143 位。

表 1：2017Q1 前十大股东持股情况

股东名称	期末持股数量(股)	持股比例(%)
中航国际控股股份有限公司	149,087,820	22.35
中国航空技术深圳有限公司	137,505,382	20.62
深圳中航城发展有限公司	47,827,858	7.17
西安飞机工业(集团)有限责任公司	7,607,820	1.14
谢建强	5,000,000	0.75
高晖	4,320,700	0.65
浙江省新时代科技实业发展公司	3,803,910	0.57
鲁国芝	3,700,000	0.55
王文霞	3,330,000	0.50
张锋	2,380,000	0.36

资料来源：公司公告

2016 年 10 月公司发布重大资产出售预案，以 20.3 亿元现金向保利地产的全资子公司广州金地和保利江西出售房地产开发业务相关的资产与负债；截至 2017 年 2 月，标的资产已过户完成。标的资产下属房地产项目主要位于成都、赣州、九江等三四线城市，受房地产开发行业整体增速放缓及区域分化影响，三、四线城市整体房地产需求较弱、库存去化周期长。公司通过重大资产出售有效加速房地产开发业务去库存进程，降低经营风险，增强持续经营能力。

表 2：出售标的资产下属房地产项目公司及在建工程情况

标的	项目	项目权益	类别	占地面积(平方米)	规划容积率面积(平方米)
成都航逸科技有限公司 100.00% 股权	成都航空科技文化博览中心	100%	商业/文体娱乐	308,170	420,000
成都航逸置业有限公司 100.00% 股权	成都中航城国际社区项目	100%	住宅		
江苏中航地产有限公司 100.00% 股权	昆山九方城项目	100%	商住	140,630	523,539
九江中航城地产开发有限公	九江中航城项目	100%	商住	175,114	781,578

100.00%股权					
新疆中航投资有限公司 100.00%股权	新疆中航翡翠城项目	100%	住宅	717,161	420,453
岳阳建桥投资置业有限公司 100.00%股权	岳阳中航翡翠湾项目	100%	住宅	156,854	381,369
赣州中航置业有限公司 79.17%股权	赣州中航公元城项目	100%	住宅	74,569	367,822
赣州中航房地产发展有限公 100.00%股权	赣州中航云府项目	100%	住宅	53,409	167,495
	赣州中航E24地块	100%	住宅	57,580	172,739
南昌中航国际广场二期项目	南昌中航国际广场二期项目	100%	商业	9,237	75,236
<b>合计</b>				<b>1,692,724</b>	<b>3,310,231</b>

资料来源：公司公告

截至2016年末,公司共有6个房地产开发项目,待售建面245.64万平方米;2个房地产储备项目,占地面积67.18万平方米;权益货值合计约211.72亿元。公司承诺后续不再新取得房地产开发土地和在建项目;尾盘销售完毕后注销房地产开发业务相关的企业资质证书。

表3: 房地产项目开发情况及销售情况(截至2016年12月31日)

房地产项目名称	位置	权益	类别	规划建面 (㎡)	累计竣工建面 (㎡)	累计签约面积 (㎡)	累计结转面积 (㎡)	备注
贵阳中航城	贵州省贵阳市	70%	住宅	1,447,798	215,576	215,534	122,321.16	有部分计划留存物业
昆山九方城(A6地块)	江苏省昆山市	100%	住宅、商业	675,668	592,538	286,243	279,909.76	有部分计划留存物业
龙岩中航紫金云熙	福建省龙岩市	51%	住宅	297,175	0	158,196	0	
惠东中航元·屿海	广东省惠州市	51%	住宅	520,213	202,793	192,136	159,089.66	
衡阳中航城市花园一期	湖南省衡阳市	60%	住宅	279,706	279,706	105,450	90,898.52	
天津九方城市广场	天津市	100%		193,418	0	0	0	有部分计划留存物业
<b>合计</b>				<b>3,413,978</b>	<b>1,290,613</b>	<b>957,559</b>	<b>652,219.10</b>	

资料来源：公司年报

表4: 房地产项目储备情况(截至2016年12月31日)

房地产项目名称	待开发部分	
	土地面积(㎡)	计容建筑面积(㎡)
贵阳中航城	194,965	615,688
衡阳地块	476,817	未定
<b>合计</b>	<b>671,782</b>	<b>未定</b>

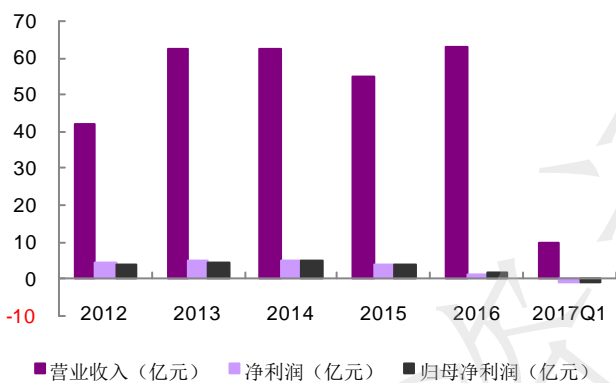
资料来源：公司年报

## 2、进入业务转型期，经营状况稳定

公司完成重大资产出售后经营情况稳定。2017Q1 营业收入 10.1 亿元，同比减少 14.11%；归母净利润-0.77 亿元，较去年同期的-1.57 亿元有所改善。

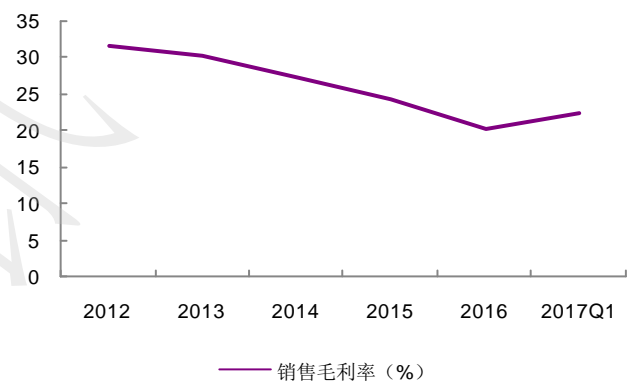
- 盈利能力方面，2017Q1 毛利率为 22.32%，较去年同期提高约 7 个百分点；三费比率为 24.21%，与去年同期基本持平。
- 资本结构方面，2017Q1 资产负债率为 76.66%，扣预收后资产负债率为 72.74%，较去年同期降低约 6 个百分点；净负债率为 148.12%，较去年同期降低约 84 个百分点。

图 1：公司营收及净利润



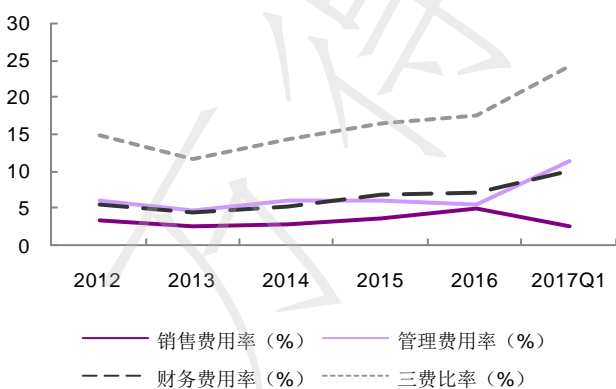
资料来源：Wind

图 2：公司销售毛利率



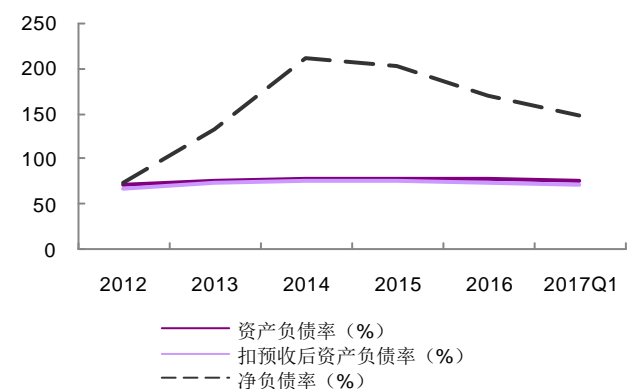
资料来源：Wind

图 3：公司三费比率



资料来源：Wind

图 4：公司资产负债率和净负债率



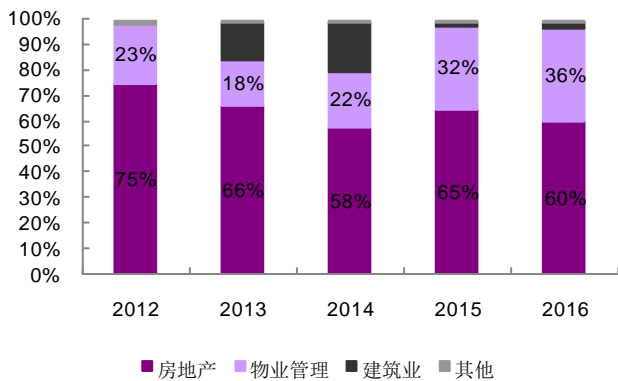
资料来源：Wind

分业务来看，近年来物业管理营收持续高速增长，营收占比不断提高。房地产业务营收增长率和营收占比均有所下滑，但 2016 年营收占比仍达 60%。预计公司业务转型期将持续一段时间。

- 营收占比方面，2016 年公司实现营业收入 63.23 亿元，其中房地产业务营收 37.96 亿元，占比 60%；物业管理 22.92 亿元，占比 36%；建筑业 1.67 亿元，占比 3%；其他业务 0.68 亿元，占比 1%。

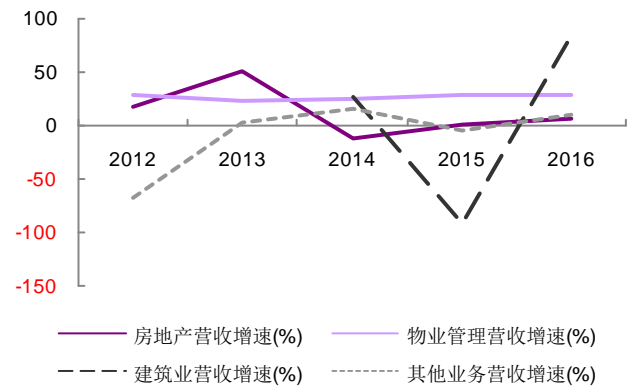
➤ 营收增速方面，2016 年房地产业务营收增速为 5.68%，物业管理为 29.14%，建筑业为 83.97%，其他业务为 10.4%。

图 5：主营业务营收占比



资料来源：Wind

图 6：主营业务增长率（分业务）



资料来源：Wind

### 3、深化业务升级，打造机构物业资管顶尖品牌

公司全资子公司中航物业管理有限公司是中国物业管理行业首批国家一级资质企业、中国物业管理协会副会长单位、深圳知名品牌企业。2016 年中航物业获得中国物业服务“百强企业”、中国物业服务特色企业——机构物业集成服务商等奖项；通过国家级物业服务标准化试点项目专家评估，同时作为标准化技术委员会秘书处承担单位，承接中国物协年度六大重点课题之一：《物业行业标准体系设计及发展规划研究》，牵头编撰《物业管理指南》，并制定了两个广东省地方标准文件、三个深圳市标准化指导性技术文件。

中航物业积极拓展市场，2016 年新签年度合同额超 5 亿。截至 2017 年 5 月，中航物业管理机构类、商业类、住宅类项目总数 416 个，总面积 4860 万平方米。业务范围覆盖深圳、北京、上海、广州、济南、重庆、武汉、长沙、南昌、成都、郑州等二十多个城市，辐射珠三角、长三角、华中、华北、华南各个区域。

中航物业在国内机构类物业管理市场中占据领先地位，机构类物业类型涵盖政府、学校、金融、公共事业和写字楼。大项目数量与业绩贡献的逐步提升，进一步增强了中航物业在机构物业领域的影响力。在客户层面，中航物业以打造稳固的战略客户关系，奉行品质为先的客户导向，通过增值业务将客户资源变现。

表 5：中航物业代表性机构物业项目

类别	机构物业项目
政府	国家环保部办公楼、国家商务部办公楼、最高检西部办公楼、国家司法部新办公楼、江西省高院、湖北省公安厅、珠海市委党校、珠海市人民政府、上海市金山区人民政府、徐汇区人民法院等
学校	中山大学广州校区、广东药学院中山校区、南方科技大学、香港中文大学深圳校区、天津大学、南开大学、东华大学等
金融	中国人民银行总行、湖北银行总行、上海浦发银行南昌分行、国开行江西分行、江西中国银行、交通银行深圳分行、农业银行深圳分行、工商银行深圳分行、民生银行大厦、中国人寿保险湖北省分公司、济南银河大厦等

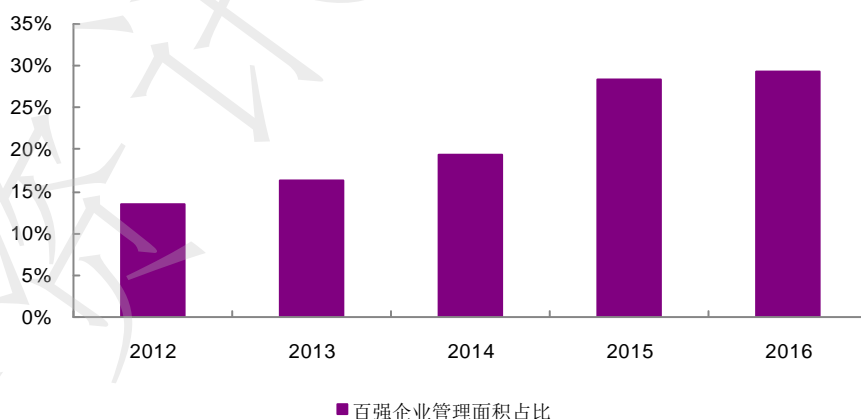
公共事业	中国科学技术馆、国家图书馆、中国环境监测总站、井冈山革命教育基地、济宁市奥体中心、济南水务集团等
写字楼	北京金风科技园区、无锡软件园、中航国际广场、广东国际大厦、全球通大厦、顺天国际财富中心等

资料来源：公司官网

公司围绕机构类物业资产的管理，从物业资产全生命周期管理和客户一体化服务外包两个维度深化业务转型。2016 年公司完成智慧物业π平台软件开发，并建成首个运行维修联合服务站——华强北服务站，通过设施设备平台（π巡）和一键报修平台（π修），实现楼宇内分散式的服务内容平台化，打造智慧物业门户平台；有效推动业务升级，强化差异化的竞争优势。

公司在机构物业管理行业具备显著的规模优势，未来将持续受益于行业集中度提升。随着我国城市化发展日益成熟，物业资产管理的重要性日益凸显。根据中国指数研究院数据，2016 年百强物业管理面积总值达 54.5 亿平方米，占全国物业管理面积的比例为 29.44%，较 2015 年提升了约 1 个百分点。

图 7：物业服务百强企业市场份额



资料来源：中国指数研究院

#### 4、“九方”品牌输出，商业地产运营轻资产化扩张

资产经营（含九方购物中心的运营管理）为公司未来核心业务之一。中航九方资产管理有限公司是公司持有型商业物业的运营业务管理单元。

公司在商业地产经营方面已经初具规模，形成了以“九方购物中心”品牌为核心的商业管理能力。目前经营的 6 家九方购物中心分别位于赣州、成都、九江、昆山、深圳华强北与深圳龙华，总营业面积超过 68 万平方米，出租率保持在较高水平。其中，深圳华强北与深圳龙华九方购物中心为受托经营管理项目。

未来公司通过管理输出和大资管方式实现轻资产化扩张。2016 年公司在赣州与巨亿广场签订协议，由赣州九方管理人员进驻场地进行管理，购物中心命名为“九方巨亿广场”，以管理输出的模式扩大经营规模、提高品牌影响力，实现营收规模与盈利能力的持续增长。

表 6：公司投资性房地产（截至 2016 年 12 月 31 日）

地点	物业名称
深圳	航空大厦 1 栋部分楼层
	南光大厦 1-13 层部分楼层、地下室
	南光捷佳大厦一至四层商场及部分房间
	航都大厦 9J
	航苑大厦西座 7 套房
	中航格澜阳光花园 A 栋 1-4 层、B 栋一层 7 套房
上海	上海天盛广场
昆山	昆山中航城花园 42 号楼
	昆山九方购物中心
	昆山中航酒店-在建
惠州	屿海商铺
贵阳	贵阳中航城项目九方购物中心-在建
	贵阳中航城项目幼儿园-在建
南昌	南昌中航国际广场 1 至 5 层、26 至 38 层
九江	九江中航城购物中心
赣州	赣州中航城九方购物中心房产及幼儿园
	赣州格兰云天国际酒店
成都	成都-九方购物中心-3 至 7 层
长沙	长沙芙蓉南路 368 号波波天下城 9 套房
岳阳	岳阳中航国际广场 1 至 27 层、裙楼 1 至 5 层

资料来源：公司年报

## 5、盈利预测与投资评级

### 5.1、关键假设和盈利预测

#### 关键假设

1、房地产：2016 年末预收账款为 24.99 亿元；重大资产出售完成后，公司共有 6 个房地产开发项目及 2 个房地产储备项目，权益货值约 211.72 亿元；公司后续不再新取得土地和在建项目。房地产项目可结算收入合计约 237 亿元，假设五年内结算完毕。我们预计 2017/2018/2019 年房地产业务的营收增速均为 6%；毛利率稳定在 25.5%。

2、物业管理：公司出售房地产开发业务后，将集中资源发展物业管理业务。同时，公司围绕机构类物业资产的管理，从物业资产全生命周期管理和客户一体化服务外包两个维度不断深化业务升级。我们预计 2017/2018/2019 年物业管理业务的营收增速均为 30%；毛利率分别为 14%、14.5%、15%。

3、建筑业：预计 2017/2018/2019 年营收增速分别为 15%、10%、5%，毛利率稳定在 22.3%。

4、其他业务：预计 2017/2018/2019 年营收增速均为 0%，毛利率稳定在 40%。

表 7：中航地产分业务盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入 (亿元)</b>	<b>63.23</b>	<b>72.63</b>	<b>84.18</b>	<b>98.46</b>
房地产	37.96	40.24	42.65	45.21
物业管理	22.92	29.80	38.73	50.36
建筑业	1.67	1.92	2.11	2.22
其他	0.68	0.68	0.68	0.68
<b>主营业务收入增长率</b>	<b>14.57%</b>	<b>14.87%</b>	<b>15.89%</b>	<b>16.97%</b>
房地产	5.68%	6.00%	6.00%	6.00%
物业管理	29.13%	30.00%	30.00%	30.00%
建筑业	83.52%	15.00%	10.00%	5.00%
其他	11.48%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>12.76</b>	<b>15.13</b>	<b>17.24</b>	<b>19.85</b>
房地产	9.78	10.26	10.88	11.53
物业管理	2.32	4.17	5.62	7.55
建筑业	0.37	0.43	0.47	0.49
其他	0.29	0.27	0.27	0.27
<b>毛利率</b>	<b>20.18%</b>	<b>20.83%</b>	<b>20.48%</b>	<b>20.16%</b>
房地产	25.76%	25.50%	25.50%	25.50%
物业管理	10.12%	14.00%	14.50%	15.00%
建筑业	22.37%	22.30%	22.30%	22.30%
其他	42.32%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：光大证券研究所

我们预测 2017/2018/2019 年营收分别为 72.63 亿元/84.18 亿元/98.46 亿元，增长率分别为 14.87%/15.89%/16.97%；2017/2018/2019 年归母净利润分别为 3.87 亿元/4.69 亿元/5.63 亿元，增长率分别为 139.52%/ 21.37%/ 19.98%；2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.58 元/0.70 元/0.84 元。

## 5.2、投资评级

表 8：可比房地产公司 PE

公司名称	收盘价		EPS				PE				CAGR-3	PEG	PB	市值 亿元
	17.3	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年					
新城控股	18.46	1.36	1.81	2.39	2.96	11.69	10.23	7.72	6.24	16%	0.29	2.25	417	
上实发展	7.25	0.32	0.38	0.46	0.47	23.85	18.88	15.83	15.28	31%	0.96	1.53	134	
中粮地产	7.64	0.4	0.44	0.48	0.54	61.79	17.25	16.07	14.02	41%	1.49	0.00	139	
融创中国	16.88	0.71	0.76	1.47	1.74	8.79	18.62	9.65	8.12	19%	0.79	1.26	658	
平均	12.56	0.70	0.85	1.20	1.43	26.53	16.24	12.32	10.91	27%	0.88	1.26	337	

资料来源：wind 一致预期

表 9：可比物业管理公司 PE

公司名称	收盘价		EPS				PE				CAGR-3	PEG	PB	市值 亿元
	17.3	16 年	17 年	18 年	19 年	16 年	17 年	18 年	19 年					
绿城服务	4.26	0.12	0.15	0.20	0.26	26.13	25.51	18.47	13.98	49%	0.62	5.10	118	

资料来源：wind 一致预期



由于公司各业务估值差异较大，我们采取分部估值法，按业务对利润进行拆分，并分别估算价值。我们按毛利占比估算各业务归母净利润，预测 2017 年归母净利润为 3.87 亿元，其中房地产开发 2.62 亿元；物业管理 1.07 亿元；建筑业 0.11 亿元；其他业务 0.07 亿元。根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，并综合考虑可比公司差异等因素，我们认为 2017 年房地产开发、物业管理、建筑业、其他业务合理估值水平 PE 分别为 16、26、20、20 倍。

经测算，2017 年公司股权价值合计 73 亿元，折合目标价 10.98 元，给予增持评级。

**表 10：公司价值估测**

业务	归母净利润 (亿元)	PE	价值 (亿元)
	2017	2017	2017
房地产开发	2.62	16	41.94
物业管理	1.07	26	27.71
建筑业 (楼宇工程)	0.11	20	2.19
其他 (正章干洗、老大昌酒楼、帆船等)	0.07	20	1.39
<b>合计</b>	<b>3.87</b>		<b>73.22</b>

资料来源：光大证券研究所

## 6、风险分析

### 1、房地产项目建设进度不及预期导致结算推迟；

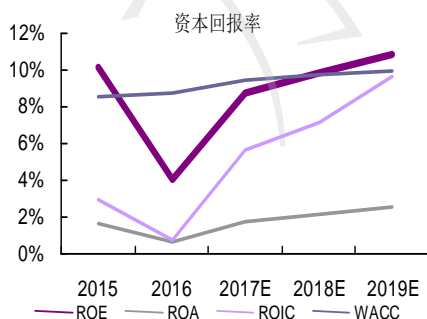
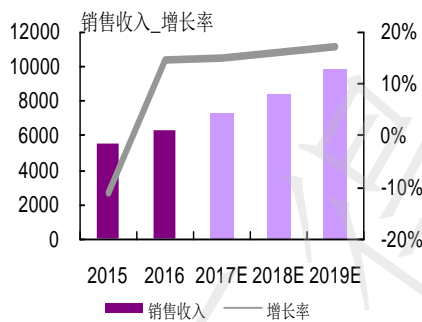
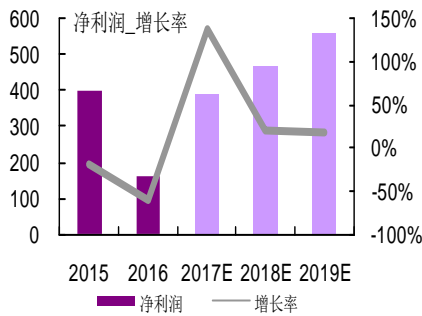
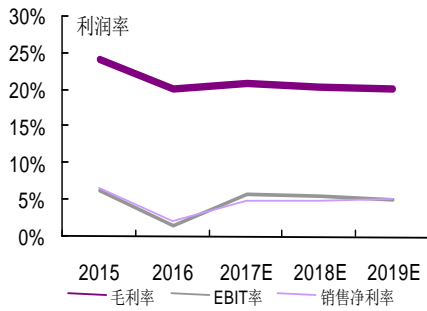
如果公司在建房地产项目及储备房地产项目建设进度低于预期，将对房地产业务结算营收产生影响。

### 2、房地产调控时间过长导致销售不及预期；

如果房地产调控时间过长，或调控政策进一步趋严，可能导致房地产项目销售情况不及预期，对公司业绩产生影响。

### 3、物业管理业务发展不及预期。

如果物业管理行业竞争加剧，可能导致公司物业管理业务拓展情况不及预期，或成本上升及毛利率下降的风险。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>5,519</b>	<b>6,323</b>	<b>7,263</b>	<b>8,418</b>	<b>9,846</b>
营业成本	4,184	5,047	5,750	6,694	7,861
折旧和摊销	60	53	86	119	154
营业税费	445	381	363	421	492
销售费用	204	321	291	337	394
管理费用	338	340	436	505	591
财务费用	373	444	227	260	284
公允价值变动损益	391	252	100	200	250
投资收益	201	380	288	310	384
<b>营业利润</b>	<b>566</b>	<b>283</b>	<b>584</b>	<b>710</b>	<b>857</b>
<b>利润总额</b>	<b>606</b>	<b>296</b>	<b>584</b>	<b>710</b>	<b>857</b>
少数股东损益	-31	-24	-36	-43	-49
<b>归属母公司净利润</b>	<b>401.22</b>	<b>161.39</b>	<b>386.56</b>	<b>469.18</b>	<b>562.91</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>22,881</b>	<b>21,733</b>	<b>20,349</b>	<b>20,526</b>	<b>20,773</b>
流动资产	13,642	12,442	10,631	10,328	9,728
货币资金	1,469	1,956	2,324	2,694	3,151
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	402	560	644	746	873
应收票据	1	1	0	0	0
其他应收款	827	3,210	1,089	1,263	1,477
存货	10,620	6,368	6,213	5,244	3,821
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	146	162	162	162	162
固定资产	142	637	958	1,263	1,547
无形资产	12	12	30	28	27
<b>总负债</b>	<b>18,186</b>	<b>17,005</b>	<b>15,317</b>	<b>15,188</b>	<b>15,065</b>
无息负债	7,160	7,016	7,222	7,986	8,440
有息负债	11,025	9,990	8,095	7,201	6,625
<b>股东权益</b>	<b>4,695</b>	<b>4,728</b>	<b>5,032</b>	<b>5,339</b>	<b>5,708</b>
股本	667	667	667	667	667
公积金	843	858	883	883	883
未分配利润	2,453	2,552	2,867	3,217	3,635
少数股东权益	738	645	609	566	517

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>539</b>	<b>2,337</b>	<b>2,660</b>	<b>1,733</b>	<b>1,829</b>
净利润	401	161	387	469	563
折旧摊销	60	53	86	119	154
净营运资金增加	-2,398	-1,306	-2,083	-1,068	-1,054
其他	2,475	3,428	4,270	2,212	2,166
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>136</b>	<b>120</b>	<b>-126</b>	<b>-90</b>	<b>-366</b>
净资本支出	-42	-541	-520	-500	-500
长期投资变化	146	162	0	0	0
其他资产变化	31	499	394	410	134
<b>融资活动现金流</b>	<b>-50</b>	<b>-1,912</b>	<b>-2,166</b>	<b>-1,273</b>	<b>-1,006</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,320	-1,036	-1,894	-894	-576
无息负债变化	952	-145	206	765	454
<b>净现金流</b>	<b>625</b>	<b>545</b>	<b>368</b>	<b>369</b>	<b>457</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-11.36%	14.57%	14.87%	15.89%	16.97%
净利润增长率	-18.53%	-59.77%	139.52%	21.37%	19.98%
EBITDA/EBITDA 增长率	-35.70%	-63.44%	241.93%	13.97%	13.96%
EBIT/EBIT 增长率	-40.04%	-72.48%	343.03%	8.86%	10.13%
<b>估值指标</b>					
PE	17	42	17	14	12
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	27	64	15	11	8
EV/EBIT	31	100	18	14	10
EV/NOPLAT	51	215	29	23	17
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	1	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	24.19%	20.18%	20.83%	20.48%	20.16%
EBITDA 率	7.37%	2.35%	7.00%	6.89%	6.71%
EBIT 率	6.29%	1.51%	5.82%	5.47%	5.15%
税前净利润率	10.97%	4.69%	8.04%	8.44%	8.70%
税后净利润率 (归属母公司)	7.27%	2.55%	5.32%	5.57%	5.72%
ROA	1.62%	0.63%	1.72%	2.08%	2.47%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.14%	3.95%	8.74%	9.83%	10.84%
经营性 ROIC	2.91%	0.71%	5.56%	7.12%	9.59%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.24	1.30	1.19	1.11	1.06
速动比率	0.27	0.64	0.50	0.55	0.65
归属母公司权益/有息债务	0.36	0.41	0.55	0.66	0.78
有形资产/有息债务	2.07	2.17	2.50	2.84	3.12
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.60	0.24	0.58	0.70	0.84
每股红利	0.05	0.07	0.18	0.22	0.26
每股经营现金流	0.81	3.50	3.99	2.60	2.74
每股自由现金流(FCFF)	3.94	1.50	2.85	1.44	1.52
每股净资产	5.93	6.12	6.63	7.16	7.78
每股销售收入	8.27	9.48	10.89	12.62	14.76

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	