

海南瑞泽(002596)/其他建材

海南商混龙头，向园林生态延伸前景广阔

评级：买入(首次)

市场价格：8.29

目标价格：11.7

分析师：夏天

执业证书编号：S0740517010001

电话：021-20315190

Email: xiatian@r.qizq.com.cn

分析师：黄诗涛

执业证书编号：S0740517010006

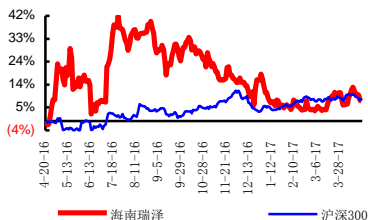
电话：021-20315190

Email: huangst@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	976
流通股本(百万股)	645
市价(元)	8.29
市值(百万元)	8,087
流通市值(百万元)	5,350

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)	1,775.3	1,842.6	2,841.3	4,654.0	6,492.3
增长率 yoy%	58.3%	3.8%	54.2%	63.8%	39.5%
净利润	79.0	70.2	253.1	452.6	589.2
增长率 yoy%	344.5%	-11.1%	260.4%	78.9%	30.2%
每股收益(元)	0.08	0.07	0.26	0.39	0.51
每股现金流量	-0.07	-0.33	0.31	0.40	0.54
净资产收益率	3.8%	3.3%	10.9%	11.1%	12.8%
P/E	102.4	115.2	32.0	21.2	16.3
PEG	1.3	1.1	0.2	0.3	0.2
P/B	3.9	3.8	3.5	2.3	2.1

投资要点

- **海南省商混龙头，充分受益于海南国际旅游岛建设，水泥业务受益于水泥价格大幅上涨。**公司作为海南省商品混凝土龙头企业，对在海南地区气候、温度、降雨等特殊自然条件下混凝土的生产、配送、施工形成了完善技术解决方案。公司持续受益海南国际旅游岛建设以及海南房地产火热需求，商品混凝土业务有望快速增长。2014年，公司完成对金岗水泥的重组收购打通了产业链，主营业务变更为商品混凝土、水泥及新型墙体材料生产与销售。今年以来国内水泥市场需求稳定回暖，公司显著受益于广东地区水泥价格的大幅上涨，同时水泥与混凝土业务协同效应有望带动公司盈利大幅增长。
- **积极向园林环保 PPP 领域延伸，市场前景广阔。**2015年公司向园林环保业务拓展，将大兴园林收入体内。大兴园林拥有城市园林绿化企业一级资质和海南省最大的苗圃基地，是海南省生态绿化龙头企业之一。16年公司3亿元收购具有危废处理牌照的环保公司广东绿润20%股权正式拓展环保业务，后者16-19年业绩承诺分别为1.0亿元、1.2亿元、1.4亿元及1.56亿元，16年实际完成1.01亿元达到承诺。公司积极向园林生态 PPP 业务延伸，市场空间广阔，预计园林与环保业务将为公司未来增长新添强劲动力。
- **园林在手订单充足，新签趋势良好，有望促进今年业绩显著增长。**公司17年上半年实现营业收入11.79亿元，同比增长92.87%；归母净利润6671万元，实现扭亏为盈。公司上半年业绩为16年全年业绩95.01%，业绩大幅增长系水泥价格大幅上涨带动及园林订单快速生效转化所致。同时公司预告17年1-9月份业绩增长536%-584%，对未来高增长信心强劲。当前公司市政园林在手公告订单合计45.32亿元，有望在今年逐步转化为收入，促使今年园林业务业绩大幅增长。此外公司还与云南经典及世纪金源签有共计71.3亿元地产园林框架协议。目前公司重点开拓贵州，山东，新疆等区域，业务范围由海南向全国辐射。
- **拟定增收购广东绿润80%股权，生态环保业务实力有望显著增强。**公司公告拟通过发行股份及支付现金相结合的方式收购江西绿润100%股权以及江门绿顺100%股权，以7.33元/股价格向其原股东发行9013万股，同时向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过6.9亿元。通过收购江西绿润及江门绿顺，公司将实现对广东绿润100%控股。公司向园林生态 PPP 领域拓展步伐显著加快，未来有望显著受益园林生态行业发展广阔空间。
- **投资建议：**我们预测17/18/19年公司归母净利润分别为2.53/4.53/5.89亿元，EPS0.26/0.39/0.51元（17年末考虑增发摊薄，18、19年已考虑摊薄），当前股价对应PE分别为32/21/16倍，混凝土水泥业务受益于价格大幅上涨，公司园林环保业务将进入高成长期，未来业绩快速增长可期，我们给予目标价11.7元（对应18年PE30倍），买入评级。
- **风险提示：**商混或水泥价格大幅下跌风险，园林生态业务推进不及预期风险，收购整合风险。

内容目录

一、海南瑞泽：海南商混龙头，积极拓展园林生态	错误!未定义书签。
海南商混龙头企业，外延并购活跃	错误!未定义书签。
二、传统主业：混凝土及水泥业务持续受益于价格大幅上涨	错误!未定义书签。
混凝土业务：海南房地产需求火热，带动商混业务快速增长	错误!未定义书签。
水泥业务：需求稳定回暖，协同带来盈利大幅提升	错误!未定义书签。
三、园林环保业务：在手订单充足，业务区域全面拓展	错误!未定义书签。
在手园林订单充足，新签趋势良好，有望促进今年业绩大幅提升	错误!未定义书签。
园林环保作为重要发展方向，助力公司业绩快速增长	错误!未定义书签。
四、投资建议	错误!未定义书签。
五、风险提示	错误!未定义书签。

图表目录

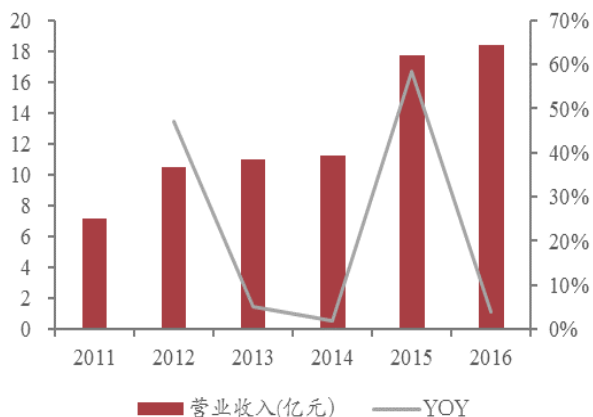
图表 1：公司营收情况	- 3 -
图表 2：公司净利润情况	- 3 -
图表 3：公司上市以来的投资并购	- 3 -
图表 4：公司各项业务营收情况（万元）	- 4 -
图表 5：公司股权结构	- 4 -
图表 6：全国商品混凝土消费量简要测算	- 5 -
图表 7：海南水泥产量和商混消费量	- 5 -
图表 8：海南瑞泽混凝土销售价格变化	- 5 -
图表 9：公司商混销量	- 6 -
图表 10：公司商混营收	- 6 -
图表 11：广东水泥产量稳定增长	- 6 -
图表 12：两广熟料产能利用率近年保持高位	- 6 -
图表 13：2016 年公司水泥均价上涨	- 7 -
图表 14：公司水泥业务营收情况	- 7 -
图表 15：大兴园林营收与毛利率情况	- 8 -
图表 16：公司营收与毛利率情况	- 8 -
图表 17：2016 年至今公告订单汇总（亿元）	- 9 -
图表 18：广东绿润历年收入及业绩情况	- 9 -
图表 19：公司财务报表预测（百万元）	- 11 -

一、海南瑞泽：海南商混龙头，积极拓展园林生态

海南商混龙头企业，外延并购活跃

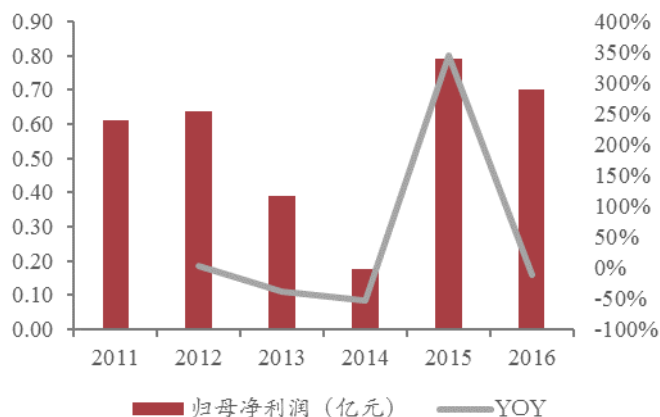
- 公司是海南商品混凝土龙头企业：**公司是海南省最早从事商品混凝土生产的企业，主要从事商品混凝土、灰砂砖和加气砖等新型基础建筑材料的研发、生产和销售。公司在多年的生产实践中，对在海南地区的气候、温度、降雨等特殊自然条件下混凝土的生产、配送、施工中出现的问題积累了丰富的经验，形成了完善的技术解决方案。2011年7月登陆深交所中小板。2016年公司实现营业收入18.43亿元，同比增长3.79%，实现归母净利润7201.65万元，同比下降了11.08%。公司17年上半年实现营业收入11.79亿元，同比增长92.87%，实现归母净利润6671万元，扭亏为盈且为公司16年全年业绩的95.01%，业绩大幅增长系园林业务收入实现大幅增长所致。

图表 1：公司营收情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司净利润情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司上市以来投资并购较为活跃，积极转型园林 PPP/环保领域：**公司是海南省最早从事商品混凝土生产的企业。公司近年来积极通过外延并购的方式，布局多元化业务，拓展园林 PPP/环保领域。2014年末，公司完成对金岗水泥的收购，2015年完成对大兴园林的收购，目前公司从由原有单一主营商品混凝土生产与销售的企业，发展成为集商品混凝土、水泥、园林绿化三大板块为一体的多元化企业。

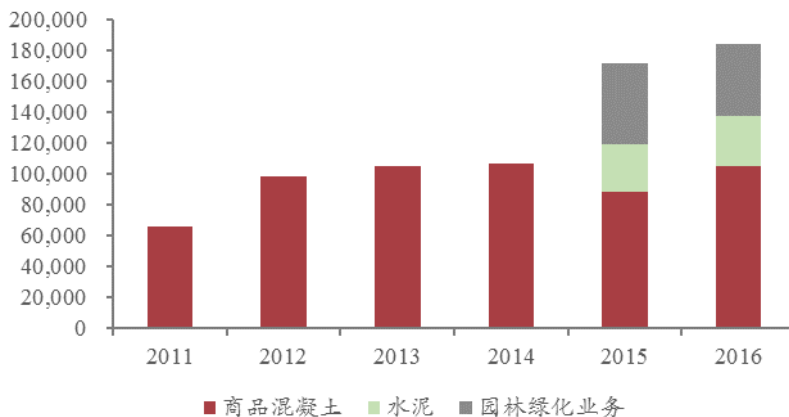
图表 3：公司上市以来的投资并购

日期	交易标的	金额(万元)	目的
2016-09-10	佛山绿润10%股权	15,000	布局环保领域
2016-05-26	佛山绿润10%股权	15,000	布局环保领域
2016-01-12	隆筹科技4.76%股权	200	互联网软件与服务
2015-12-17	新疆煤交所22.23%的股权	9,500	产业链延伸
2015-06-03	大兴园林100%的股权	45,000	转型园林绿化工程领域
2014-09-06	金岗水泥80%股权	36,000	产业链延伸
2013-12-04	金岗水泥20%股权	9,000	产业链延伸

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 分业务来看，2016 年公司商混业务营收 10.48 亿元，同比增长 18.61%，占比为 56.74%；水泥业务营收 3.24 亿元，同比增长 5.72%，占比为 17.69%；园林业务营收 4.71 亿元，同比下降 10.29%，占比为 25.63%。

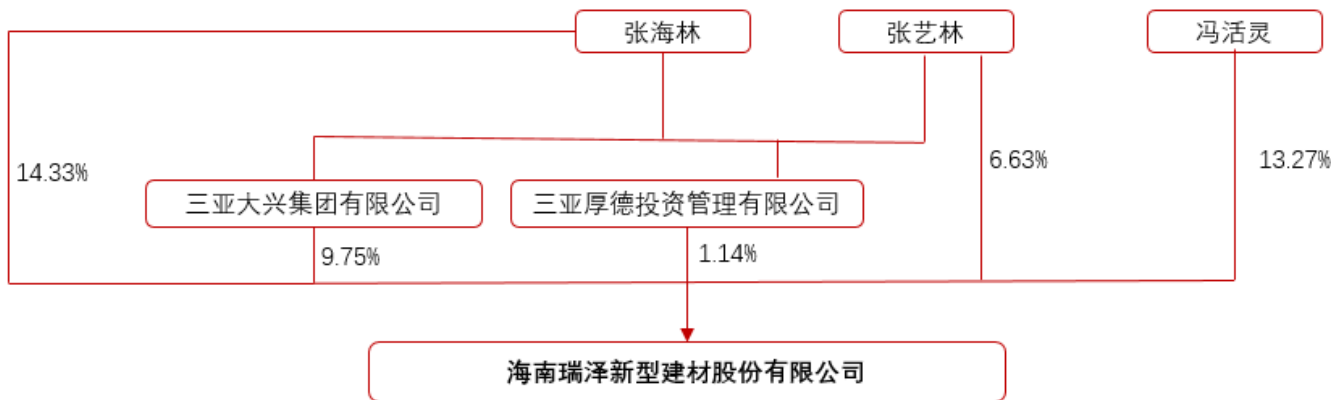
图表 4：公司各项业务营收情况（万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 实际控制人为张氏家族：公司无控股股东，张海林、冯活灵、张艺林为公司共同实际控制人。张海林、冯活灵、张艺林及张海林、张艺林控制的三亚大兴集团有限公司、三亚厚德投资管理有限公司合计持有公司 146,788,230 股股份，占公司总股本的 45.12%。

图表 5：公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

二、传统主业：混凝土及水泥业务持续受益于价格大幅上涨

混凝土业务：海南房地产需求火热，带动商混业务快速增长

- 在我国宏观经济高速发展和城镇化水平快速提高的背景下，房地产和基础设施投资等固定资产投资的高速增长给混凝土带来了巨大的市场需求。商品混凝土的市场需求不仅取决于混凝土的市场需求，还取决于商品混凝土的普及率。我国商品混凝土产量经过 10 年的快速增长，近几

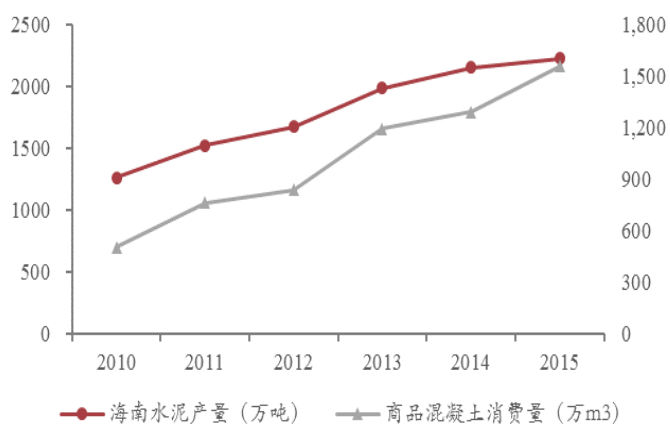
年已经进入平稳增长阶段，2016年全国商混产量为22.29亿m³，与前一年持平，根据全国水泥产量估算我国商混普及率在46%左右，与欧美发达国家80%以上的普及率还有很大发展空间。

图表 6：全国商品混凝土消费量简要测算

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
全国水泥产量(亿吨)	18.68	20.63	21.84	24.14	24.76	23.48	24.03
混凝土水泥使用量(亿吨)	11.21	12.38	13.10	14.48	14.86	14.09	14.42
全国混凝土用量(亿m ³)	37.36	41.26	43.68	48.28	49.52	46.96	48.06
商品混凝土产量(亿m ³)	11.60	14.20	18.10	21.96	23.71	22.23	22.29
商混普及率	31%	34%	41%	45%	48%	47%	46%

来源：数字水泥网，混凝土网，中泰证券研究所

- 随着海南国际旅游岛建设的开展，以及全省固定资产投资的稳定增长，海南混凝土需求量也稳步增长，根据中国水泥网数据，2015年海南水泥产量为2225.20万吨，2010-2015年复合增长率约为12%，据此测算2015年海南商混消费量在1500万m³以上。公司是海南省最大的商品混凝土生产企业，在多年的生产实践中，对在海南地区的气候、温度、降雨等特殊自然条件下混凝土的生产、配送、施工中出现的的问题积累了丰富的经验，形成了完善的技术解决方案。目前，公司在海南省共计拥有10家商品混凝土搅拌站，27条生产线，设计产能达810万方，在海南省市场占有率约30%。2016年公司商品混凝土实现销量为307.29万m³，同比增长28.00%，营业收入为10.48亿元，同比增长18.61%。公司上半年混凝土销量较好，主要因为海南的房地产需求火热拉动混凝土销量显著提升。

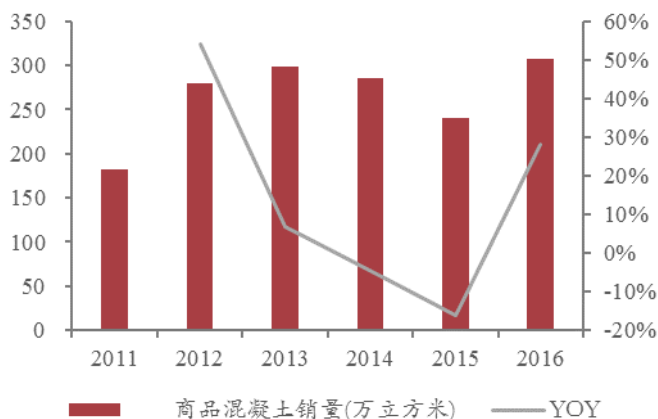
图表 7：海南水泥产量和商混消费量


来源：中国水泥网，中泰证券研究所

图表 8：海南瑞泽混凝土销售价格变化

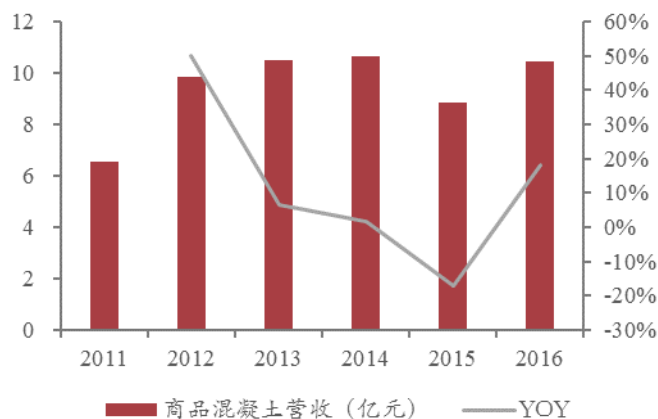

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：公司商混销量



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：公司商混营收

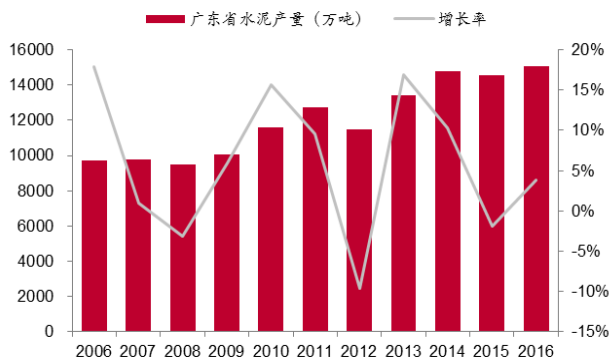


来源：公司公告，中泰证券研究所

水泥业务：需求稳定回暖，协同带来盈利大幅提升

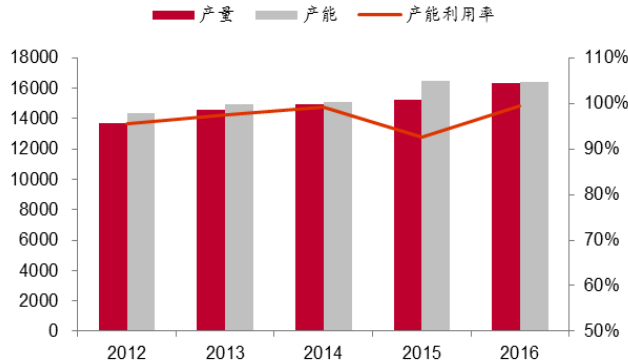
- **广东水泥市场发展相对健康：**从产量和产能利用率角度看，广东近年水泥产量总体保持稳定增长，仅 2015 年出现小幅下滑，2016 年又再创历史产量新高；产能利用率处于高位。广东水泥市场整体发展较为健康。

图表 11：广东水泥产量稳定增长



来源：中国水泥网，中泰证券研究所

图表 12：两广熟料产能利用率近年保持高位



来源：中国水泥网，中泰证券研究所(产能、产量单位：万吨)

- **区域需求稳定回暖，大企业间协同进一步深化：**从需求角度看，根据广东省十三五规划，广东基础设施建设整体向好，整体固投增速规划约为 15%，仍保持较快速度；地产端需求总体保持稳定，珠三角地区的一二线城市带动的购房需求外溢，叠加广州等住宅库存仍较低，仍然将为区域内的水泥需求托底。

区域内大企业的协同也在不断深化，海螺、华润、台泥等大企业在区域内的合作逐渐增强，对于产能的调控、价格的控制更加有力。随着供需关系的持续向好，广东水泥价格从 2015 年的低谷中走出并实现了大幅上涨，全行业整体盈利水平将大幅提升。

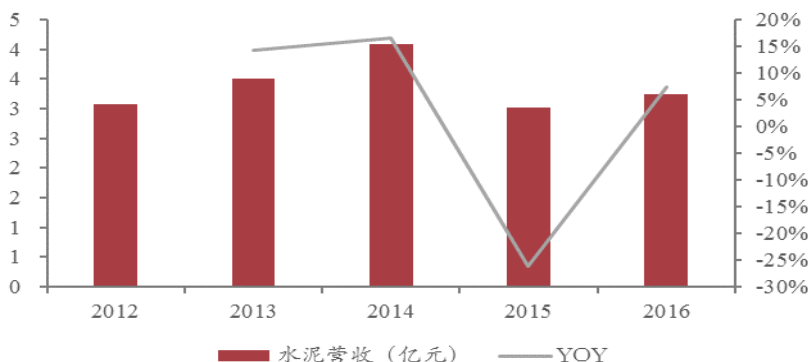
- **水泥价格涨幅明显，全年盈利有望明显改善。**水泥作为生产商品混凝土的主要原材料，其采购成本占商品混凝土单位生产成本约 40%。为了延伸产业链、发挥协同效应，公司 2014 年 9 月收购了金岗水泥全部股权。金岗水泥主要从事水泥的生产和销售业务，产能为 150 万吨，销售客户群体较为稳定，主要是佛山市周边的商品混凝土生产企业。2016 年公司水泥实现销量 120.73 万吨，同比下降 5.36%，受水泥行业价格显著增长的影响，报告期内金岗水泥实现营业收入 3.24 亿元，同比增长了 5.72%，16 年公司水泥均价比 15 年上涨了 31.69 元/吨。今年以来广东区域供需格局持续向好，水泥价格基本回到高位水平。公司今年受益水泥价格的明显上涨有望大幅盈利，预计全年盈利有望较上年显著提升。

图表 13：2016 年公司水泥均价上涨

	2015	2016
水泥业务营收 (万元)	30,193.42	32,400.98
水泥销量 (万吨)	127.57	120.73
单价 (元/吨)	236.68	268.37

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：公司水泥业务营收情况

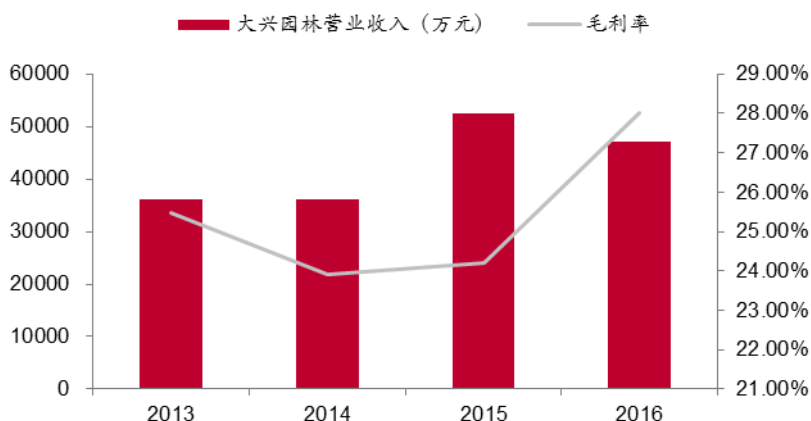


来源：公司公告，中泰证券研究所

三、园林环保业务：在手订单充足，业务区域全面拓展

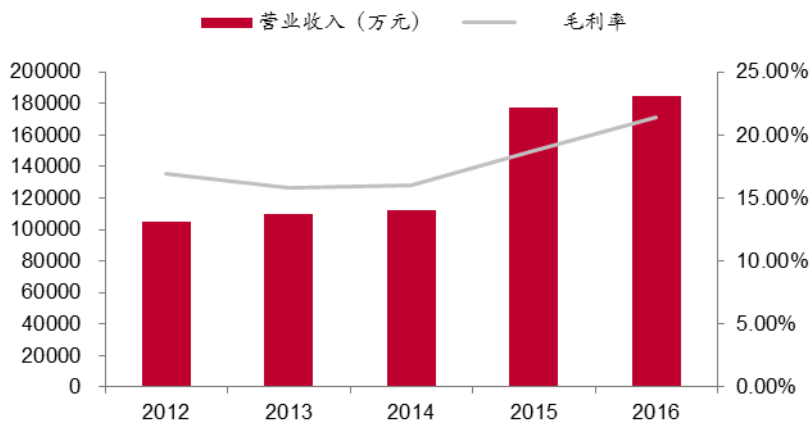
在手园林订单充足，新签趋势良好，有望促进今年业绩大幅提升

- **区域生态绿化龙头企业：**目前公司园林业务主要通过全资子公司大兴园林来实施，大兴园林拥有城市园林绿化企业一级资质和海南省最大的苗圃基地，是海南省生态绿化龙头企业之一。大兴园林有近十年的园林绿化经验，承接了众多大型酒店、房地产、旅游、市政绿化项目建设以及森林公园、流域治理、生态湿地修复等项目，项目施工能力与品牌优势明显。

图表 15：大兴园林营收与毛利率情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 16 年园林新签订单呈现加速态势，17 年结算进度提速明显：**公司园林业务 15-16 年收入分别为 5.25 亿元与 4.71 亿元，在公司收入占比中较为稳定。16 年公司园林环保订单显著增加，17 年公司订单结算进度有望进一步加快。公司 17 年上半年实现营业收入 11.79 亿元，同比增长 92.87%，实现归母净利润 6671 万元，扭亏为盈且为公司 16 年全年业绩的 95.01%，业绩大幅增长系园林业务收入实现大幅增长所致，呈明显加速趋势。同时公司预告 17 年 1-9 月份业绩增长 536%-584%，对未来高增长信心强劲。

图表 16：公司营收与毛利率情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 在手园林订单充足，毛利率呈现逐步增长态势，成立 PPP 产业基金促进园林业务快速发展。**当前公司市政园林在手订单预计 45.32 亿元，有望在今年逐步结算，促使今年园林业绩大幅增长。此外公司还与云南经典及世纪金源签有共计 71.3 亿元地产园林框架协议。预计随着市政园林与环保订单占比的逐步增加，公司毛利率有望进一步提升。2017 年 6 月公司与 PPP 产业机构共同出资 8,000 万元人民币，设立民生瑞泽（海南）政企合作投资基金管理有限公司，满足大兴园林 PPP 业务快速增长

资金需求。

图表 17: 2016 年至今公告订单汇总 (亿元)

公告日期	项目名称	金额 (亿)	是否 PPP
2016-4-11	云南经典房地产开发集团有限公司房地产开发项目配套工程施工合同	21	
2016-6-6	三亚市工程建设项目东岸湿地公园项目	2.55	
2016-7-29	三亚市建筑废弃物综合利用厂 PPP 项目特许经营框架协议	1.1	是
2017-1-17	思南县郝家湾古寨旅游扶贫基础设施建设项目	3.37	
2017-1-20	惠水县九龙旅游景区整体开发建设项目合作框架协议	20	是
2017-5-9	罗甸县旅游基础设施建设项目 PPP 合作模式框架协议	15	是
2017-8-24	大方县大小海坝森林公园、迎宾公园建设项目 (PPP 模式) 合作协议	3.3	是
	合计	66.32	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

园林环保作为重要发展方向, 助力公司业绩快速增长

- **拟收购市政环保资产, 积极布局生态环保领域。**公司拟通过发行股份及支付现金相结合方式收购江西绿润 100% 股权以及江门绿顺 100% 股权, 以 7.33 元/股价格向其原股东发行 9013 万股, 同时向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过 6.9 亿元。通过收购江西绿润及江门绿顺, 公司将实现对广东绿润 100% 控股。公司向园林生态领域拓展步伐显著加快, 未来有望持续受益园林生态行业快速发展。

图表 18: 广东绿润历年收入及业绩情况

	2015 年	2016 年	2017 年 1-4 月
营业收入	2.02 亿元	3.79 亿元	1.37 亿元
归母净利润	0.42 亿元	1.01 亿元	0.38 亿元

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **占据一带一路南海前沿阵地, 园林业务区域全面拓展。**公司深耕一带一路南海区域多年, 子公司大兴园林具有近十年的亚热带尤其是热带区域的工程施工与苗木培育经验, 南海区域项目拿单与施工优势明显。目前公司还在投入资源重点开拓贵州, 山东, 新疆等区域的园林环保业务, 业务范围由海南向全国辐射。

四、投资建议

- **投资建议:** 我们预测 17/18/19 年公司归母净利润分别为 2.53/4.53/5.89 亿元, EPS0.26/0.39/0.51 元 (17 年末考虑增发摊薄, 18、19 年已考虑摊薄), 当前股价对应 PE 分别为 32/21/16 倍, 混凝土水泥业务受益于价格大幅上涨, 公司园林环保业务将进入高成长期, 未来业绩快速增长可期, 我们给予目标价 11.7 元 (对应 18 年 PE30 倍), 买入评级。

五、风险提示

- 风险提示：商混或水泥价格大幅下跌风险，园林生态业务推进不及预期风险，收购整合风险。

图表 19: 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	1,775.3	1,842.6	2,841.3	4,654.0	6,492.3	成长性					
减: 营业成本	1,441.6	1,448.8	2,153.7	3,481.2	4,843.3	营业收入增长率	58.3%	3.8%	54.2%	63.8%	39.5%
营业税费	25.5	13.0	17.6	14.0	19.5	营业利润增长率	231.3%	-26.9%	368.8%	76.5%	27.0%
销售费用	22.8	25.2	35.6	59.1	97.4	净利润增长率	344.5%	-11.1%	260.4%	78.9%	30.2%
管理费用	130.2	155.7	211.4	350.0	545.4	EBITDA增长率	94.9%	-6.6%	130.0%	60.1%	27.6%
财务费用	38.4	53.0	68.5	93.3	139.9	EBIT增长率	116.3%	-8.8%	225.5%	69.8%	30.1%
资产减值损失	19.1	88.4	44.0	78.0	110.0	NOPLAT增长率	145.7%	-16.5%	234.5%	68.6%	30.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.6%	28.9%	3.5%	7.4%	7.7%
投资和汇兑收益	1.5	14.1	29.6	21.8	25.3	净资产增长率	61.9%	3.5%	9.8%	75.9%	13.1%
营业利润	99.2	72.5	340.1	600.3	762.2	利润率					
加: 营业外净收支	10.4	26.5	39.8	59.7	89.6	毛利率	18.8%	21.4%	24.2%	25.2%	25.4%
利润总额	109.6	99.1	379.9	660.0	851.8	营业利润率	5.6%	3.9%	12.0%	12.9%	11.7%
减: 所得税	21.6	26.2	92.9	164.9	211.2	净利润率	4.4%	3.8%	8.9%	9.7%	9.1%
净利润	79.0	70.2	253.1	452.6	589.2	EBITDA/营业收入	13.2%	11.8%	17.7%	17.3%	15.8%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	7.8%	6.8%	14.4%	14.9%	13.9%
货币资金	338.0	380.8	227.3	2,499.7	3,146.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	99	102	70	41	28
应收账款	1,404.1	1,579.0	2,072.4	2,719.9	3,064.0	流动营业资本周转天数	183	256	189	129	106
应收票据	19.4	76.9	12.5	124.8	120.3	流动资产周转天数	318	430	315	326	353
预付账款	28.3	40.9	33.5	67.3	112.3	应收账款周转天数	223	291	231	185	160
存货	210.8	238.9	234.8	369.2	449.6	存货周转天数	31	44	30	23	23
其他流动资产	29.5	53.1	27.9	36.8	39.2	总资产周转天数	533	694	509	441	434
可供出售金融资产	2.0	19.6	7.2	9.6	12.1	投资资本周转天数	356	462	343	221	171
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	50.9	408.1	408.1	408.1	408.1	ROE	3.8%	3.3%	10.9%	11.1%	12.8%
投资性房地产	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	ROA	2.8%	1.9%	7.0%	6.8%	7.7%
固定资产	473.9	567.8	532.3	530.4	495.5	ROIC	7.6%	4.5%	11.6%	18.9%	22.9%
在建工程	109.2	43.8	43.8	43.8	43.8	费用率					
无形资产	240.7	234.0	226.6	219.2	211.7	销售费用率	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.5%
其他非流动资产	261.0	290.3	272.3	274.0	261.9	管理费用率	7.3%	8.4%	7.4%	7.5%	8.4%
资产总额	3,169.4	3,934.5	4,099.9	7,304.2	8,366.4	财务费用率	2.2%	2.9%	2.4%	2.0%	2.2%
短期债务	239.7	535.9	453.5	520.0	720.0	三费/营业收入	10.8%	12.7%	11.1%	10.8%	12.1%
应付账款	360.5	405.3	667.7	1,357.8	1,481.6	偿债能力					
应付票据	44.5	-	56.2	45.6	109.4	资产负债率	33.8%	44.8%	41.9%	42.6%	43.3%
其他流动负债	84.1	126.5	95.4	122.9	131.6	负债权益比	51.0%	81.2%	72.0%	74.2%	76.5%
长期借款	-	25.0	-	580.0	650.0	流动比率	2.79	2.22	2.05	2.84	2.84
其他非流动负债	342.3	670.1	443.2	485.2	532.8	速动比率	2.50	2.00	1.86	2.66	2.65
负债总额	1,071.0	1,762.9	1,716.1	3,111.4	3,625.4	利息保障倍数	3.59	2.37	5.96	7.43	6.45
少数股东权益	35.1	24.8	57.0	98.8	149.0	分红指标					
股本	324.5	325.4	975.5	1,155.8	1,155.8	DPS(元)	0.01	0.01	0.05	0.06	0.08
留存收益	1,739.7	1,808.4	1,351.3	2,938.1	3,436.2	分红比率	12.3%	13.9%	18.8%	15.0%	15.9%
股东权益	2,098.3	2,171.6	2,383.8	4,192.7	4,740.9	股息收益率	0.1%	0.1%	0.6%	0.7%	1.0%
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	88.0	72.8	253.1	452.6	589.2	EPS(元)	0.08	0.07	0.26	0.39	0.51
加: 折旧和摊销	101.3	98.3	92.9	109.3	122.3	BVPS(元)	2.11	2.20	2.39	3.54	3.97
资产减值准备	19.1	88.4	-	-	-	PE(X)	102.4	115.2	32.0	21.2	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.8	3.5	2.3	2.1
财务费用	41.5	57.1	68.5	93.3	139.9	P/FCF	-17.9	66.2	-49.3	10.3	14.1
投资收益	-1.5	-14.1	-29.6	-21.8	-25.3	P/S	4.6	4.4	2.8	2.1	1.5
少数股东损益	9.1	2.6	33.9	42.5	51.3	EV/EBITDA	60.8	47.1	17.0	10.5	8.0
营运资金的变动	-268.5	-359.6	-118.7	-216.2	-258.8	CAGR(%)	77.8%	106.4%	133.2%	77.8%	106.4%
经营活动产生现金流	-23.1	-108.4	300.1	459.7	618.7	PEG	1.3	1.1	0.2	0.3	0.2
投资活动产生现金流	-111.8	-450.7	12.8	-89.0	-58.6	ROIC/WACC	0.7	0.4	1.1	1.8	2.2
融资活动产生现金流	259.0	623.9	-466.4	1,901.6	86.5	REP	9.5	9.1	2.8	1.6	1.2

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。