

2015年02月13日

格林美 (002340.SZ)

有望参与湖北省供销社混改超预期，“渠道+技术”优势双剑合璧

■格林美与湖北省供销社签订战略合作框架协议。2015年2月12日，格林美发布公告，公司与湖北省供销社合作总社签署《关于促进再生资源产业跨越发展的战略合作框架协议》，接下来还将签署正式的投资协议。一是加快再生资源网络、市场整合，双方在技术、信息、人才、研发方面深度合作；二是开展再生资源产业的投资合作，全面推动湖北再生资源产业的发展，报废汽车回收拆解和再制造将是第一个突破口；三是合作有极强的排他性。

■深度参与湖北省供销社国企混改，“渠道+深度综合回收”优势双剑合璧。第一，湖北生态地位显著，省政府将“绿色决定生死”的理念上升为制度，对推进再生资源循环产业发展动力强劲。第二，湖北省供销社合作总社拥有丰富的再生资源资产，整合空间大；第三，由于此次战略协议明确提及接下来会签署投资协议，我们预计格林美应大概率参与湖北供销社国企混改。公司将凭借其在湖北省无可争辩的后端深度综合回收优势，以及上市公司的融资优势，盘活供销社体系中的大量再生资源资产，获得供销社体系前端回收报废汽车、电子废弃物的渠道优势，实现类似“秦岭水泥+格林美”在“渠道+深度综合回收”优势的双剑合璧，强化公司原料保障能力，大幅提升在湖北市场的回收份额，为公司进一步做大做强提供新动力。这也为公司在其他省区参与类似的当地供销社合作国企混改，提供了非常好的样本。

■报废汽车拆解政策松绑在即，整合湖北报废汽车回收产业正逢其时。格林美即将成为湖北省报废汽车拆解的整合主体，湖北鑫汇将是开山之作。另外，2015年，报废汽车拆解行业将迎来一系列政策利好，行业整合正逢其时。政策利好包括“五大总成再制造”有望解禁、“以旧换再”企业补贴、黄标车淘汰政策渐严以及增值税即征即返50%的政策有望落地。

■给予公司“买入-A”评级，12个月目标价20.5元。预计2014-2016年EPS分别为0.25元、0.41元和0.64元。考虑到此次公司参与湖北供销社的战略合作和国企改革超出市场预期，且在行业整合和前端资源掌控能力上均利好公司长远发展，再加上公司业绩放量，且外延整合、政策利好预期强烈，给予2015年50x的动态市盈率，目标价20.5元，“买入-A”评级。

■风险提示：1) 再生行业利好政策不达预期；2) 外延收购受阻；3) 内生业绩不达预期；4) 大宗商品价格持续低迷，美国加息快于预期。

| 摘要(百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1,418.4 | 3,486.0 | 4,447.2 | 6,233.1 | 7,219.6 |
| 净利润 | 134.6 | 144.1 | 230.5 | 382.7 | 588.4 |
| 每股收益(元) | 0.15 | 0.16 | 0.25 | 0.41 | 0.64 |
| 每股净资产(元) | 2.41 | 2.53 | 3.78 | 4.05 | 4.49 |

| 盈利和估值 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 96.1 | 89.7 | 56.1 | 33.8 | 22.0 |
| 市净率(倍) | 5.8 | 5.5 | 3.7 | 3.5 | 3.1 |
| 净利润率 | 9.5% | 4.1% | 5.2% | 6.1% | 8.1% |
| 净资产收益率 | 5.8% | 6.3% | 7.0% | 10.8% | 14.3% |
| 股息收益率 | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 5.4% | 5.3% | 5.6% | 8.7% | 11.2% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司动态分析

证券研究报告

稀有金属Ⅲ

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

20.50元

股价(2015-02-12)

15.02元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 13,876.08 |
| 流通市值(百万元) | 11,316.81 |
| 总股本(百万股) | 923.84 |
| 流通股本(百万股) | 753.45 |
| 12个月价格区间 | 9.95/15.02元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | 14.18 | -26.64 | -3.01 |
| 绝对收益 | 12.17 | 6.07 | 47.25 |

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-66581768

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

陈书炎

010-66581841

chensy3@essence.com.cn

相关报告

| | |
|---------------|------------|
| 内生业绩显著释放，外延整合 | 2015-02-02 |
| 合大幕开启 | |
| 格林美：回收体系新模式， | 2012-11-22 |
| 循环产业再建“园”：——投 | |
| 资城市矿产循环产业园及资 | |
| 源大市场点评 | |

1. 格林美与湖北省供销社签订再生资源产业战略合作协议

2015年2月12日，格林美发布公告，公司与湖北省供销合作总社签署《关于促进再生资源产业跨越发展的战略合作框架协议》，接下来还将签署正式的投资协议。

协议的主要内容如下：

第一，双方建立全方位长期合作关系。双方将根据本协议，以促进发展与长期合作为目标，建立全方位合作关系，具体项目另行签订合作协议；

第二，加快再生资源网络、市场整合，双方在技术、信息、人才、研发方面深度合作。决定加快再生资源网络及市场的整合，并在再生资源加工技术、综合利用、信息共享、人才培养和科技研发等领域开展深度合作，共同推动行业健康有序发展；

第三，开展再生资源产业的投资合作，全面推动湖北再生资源产业的发展，报废汽车回收拆解和再制造将是第一个突破口。双方首先对湖北省供销合作总社下属公司湖北省再生资源有限公司控股的武汉鑫汇报废汽车回收有限公司进行投资，整合全省报废汽车回收拆解和零部件再制造的业务经营，建立全省报废汽车回收拆解利用网络体系；

第四，合作有极强的排他性。本协议及将来具体项目的合作协议履行期间，湖北省供销合作总社不再与第三方洽谈、开展与本协议内容及合作协议项目相同或类似业务的合作，但公司已经明确表示放弃合作的业务或项目除外。

图 1：2015 年 2 月 12 日的签约仪式现场



数据来源：湖北省供销合作总社，安信证券研究中心

湖北省供销社党组成员、副主任明平安与格林美公司副总经理周继锋代表双方签署协议。

省政府副省长甘荣坤、副秘书长聂昌斌，省供销社党组书记、主任赵东风，深圳格林美公司董事长许开华等领导共同见证双方签约。

2. 深度参与湖北省供销社国企混改，“渠道+深度综合回收”优势双剑合璧

2.1. 湖北省政府对推进再生资源循环产业发展动力强劲

湖北生态地位显著，省政府将“绿色决定生死”的理念上升为制度，对推进再生资源循环产业发展动力强劲。2013年7月21日至23日，习近平总书记来湖北视察，为湖北发展提出新的定位：“努力把湖北建设成为中部地区崛起的重要战略支点，在转变经济发展方式上走在全国前列”。由于湖北省是三峡工程坝区所在地，是南水北调中线工程水源区，是重要的农业大省、鱼米之乡，生态地位举足轻重，使其在转变经济增长方式上对“资源节约型，环境友好型”尤为重视。

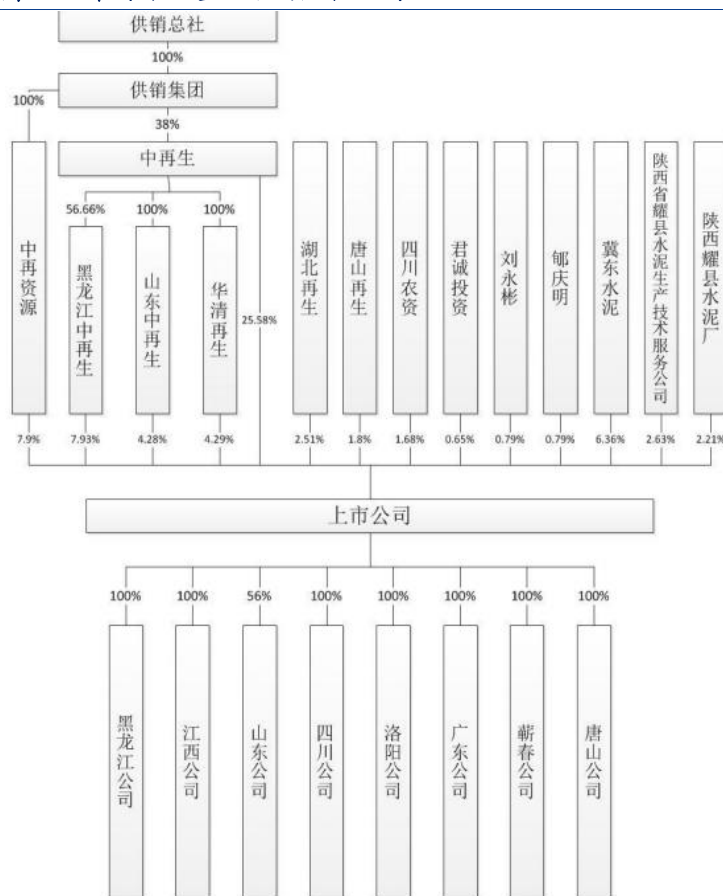
2014年，湖北省提出“绿色决定生死、市场决定取舍、民生决定目的”三维纲要，“绿色”被摆在显著位置。同年3月27日，湖北省人大常委会审议通过《关于大力推进绿色发展

的决定》，正是从法律层面对绿色发展进行总体规划和制度设计，大力推进绿色发展、循环发展、低碳发展，着力打造湖北经济升级版。这构成了政府力推湖北再生资源产业整合发展的政策基础，也成为当地官员政绩考核的重要指标。

同时，湖北省供销社直接隶属于湖北省人民政府，与全国供销社旗下的中再生没有直接行政隶属或股权关系，湖北省政府完全可以主导其与格林美进行全面战略合作。投资者普遍关心两个问题，湖北省供销社和中再生是什么关系？他是否有足够权限与秦岭水泥的竞争对手——格林美进行全面战略合作。

事实上，中国的供销合作社体系是一个较为松散的联合体，全国总社与各省供销社之间并无直接明确的行政隶属和股权关系。而湖北省供销合作总社，是全省供销合作社的联合组织，直接隶属于湖北省人民政府，是省政府批准的参公管理事业单位（事业编制，但是参照公务员管理办法进行管理）。这意味着在省政府的主导下，湖北省供销社完全可以与格林美进行全面深度合作。

图 2：秦岭水泥重组后的股权结构



湖北再生和供销社控股的中再生并无直接股权关系。实际上，省级供销社与全国供销社在行政上和股权上无直接从属关系。省级供销社完全可以自主进行战略决策。

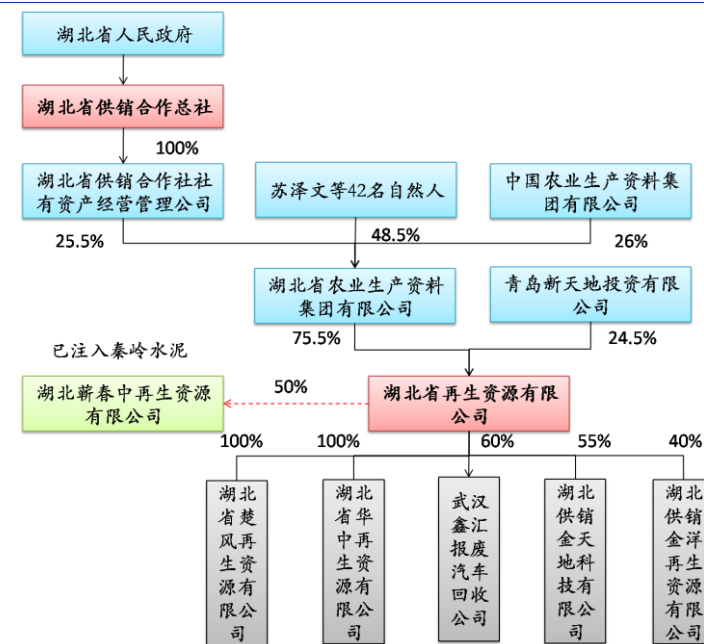
数据来源：秦岭水泥公告，安信证券研究中心

2.2. 湖北省供销合作总社拥有丰富的再生资源资产，整合空间大

湖北省供销合作总社旗下拥有丰富的再生资源资产。截至 2014 年底，全省供销社系统发展再生资源经营企业 62 个，牵头成立再生资源行业协会 40 个，其中省级协会 2 个，市（州）级协会 13 个，建设各类回收网点 3459 个，系统从业人员近万人。

湖北省再生资源有限公司是主力资产。由省供销社社有资产管理公司通过湖北省农资集团控股 75.5% 的湖北省再生资源有限公司，是全省供销社的主力资产。其中，除 50% 控股的湖北蕲春中再生已注入秦岭水泥（湖北省再生持有秦岭水泥 2.51% 股权）外，其余五家均直接由湖北省再生控制，此次格林美与省社最先合作投资的武汉鑫汇报废汽车回收有限公司即为其中之一。

图 3：湖北省再生资源有限公司股权关系和相关资产



数据来源：湖北省供销合作总社，安信证券研究中心

湖北省的再生资源回收、加工、利用网络体系可以概括为“四园一网”，现已基本成型，均有可能与格林美进行整合。“四园”分为蕪春、谷城、汉川和恩施，一是蕪春园区，已于 2012 年建成投产（主要实施单位为湖北蕪春中再生资源有限公司，已由秦岭水泥 100% 控股）；二是谷城园区鄂西北再生资源回收交易中心项目、报废汽车拆解中心项目，已于 2014 年 11 月建成投产（主要实施单位为湖北供销金洋再生资源有限公司）；三是汉川园区一期废旧家电拆解中心（主要实施单位为湖北省华中再生资源有限公司），已于 2013 年底通过验收；四是恩施园区建设正加快推进。“一网”是再生回收网络终端村级综合服务社已建成 20471 家，全省行政村覆盖率达到 78%。

图 4：湖北再生资源体系可以概括为“四园一网”



数据来源：百度地图，安信证券研究中心

湖北再生和供销总社控股的中再生并无直接股权关系，在行政上也无直接隶属关系。

表 1: 湖北省供销合作总社再生园区建设布局

| 再生园区 | 实施主体 | 项目背景 |
|------|----------------|---|
| 谷城园区 | 湖北供销金洋再生资源有限公司 | 谷城县地处鄂西北汽车工业走廊的中心地带，2011年9月，循环经济园区被评为国家级“城市矿产”示范基地。截至2014年底，园区聚集再生金属回收利用企业290多家，年回收资源量300万吨。谷城在方圆500公里区域内以回收站点为基础、以集散市场为核心、以加工基地为依托，引进青岛新天地公司、湖北省供销社与金洋公司合作投资25.8亿元建设鄂西北废旧物资交易中心和废旧汽车拆解中心。目前初步构建“销售、回收两网合一”、“政府推动、企业运作”、“战略联盟回收”、“产业链双向回收”等废旧资源回收模式，连接全国300多家废旧物资回收企业，覆盖全国327个回收网点的网络体系 |
| 汉川园区 | 湖北省华中再生资源有限公司 | 园区规划占地1500亩，计划投资15亿元，总共分两期，一期总投资6亿元建设：1) 年处理100万台废旧家电、5万辆报废汽车的拆解处理中心；2) 40万吨废钢集散加工基地；3) 建设年交易50万吨的再生资源回收交易市场；4) 再生资源配送中心；二期拟建设：区域性报废汽车回收（破碎）示范中心、废塑料回收加工利用配送中心 |
| 恩施园区 | 不详 | 项目总投资人民币2亿元，主要进行废旧金属、废弃电器电子产品、废纸的回收；废塑料的回收、加工、利用；报废汽车拆解等。 |

数据来源：湖北省供销合作总社，安信证券研究中心

表 2: 湖北省废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单

| 公司名称 | 所属公司 | 主要业务 |
|---|-----------|---|
| 大冶有色博源环保股份有限公司 | 大冶有色 | 回收拆解处理废旧家电、废电子产品、报废汽车、废机电产品、废化工产品 |
| 荆门市格林美新材料有限公司 格林美（武汉）城市矿产循环产业园开发有限公司 | 格林美 | 废旧家电、废电子产品、报废汽车、电池材料、再生金属 |
| 湖北金科电器有限公司 | 湖北金科 | 家电连锁经营、再生资源（废旧电器电子产品、废旧家电、废旧机电设备及部件）回收与综合利用 |
| 湖北鑫丰废旧家电拆解有限公司 | 中再生 | 废旧家电、废电子产品、报废汽车等 |
| 武汉市博旺兴源物业服务有限公司 | 武汉市博旺兴源集团 | 废弃电器电子产品回收、拆解处理 |

数据来源：安信证券研究中心

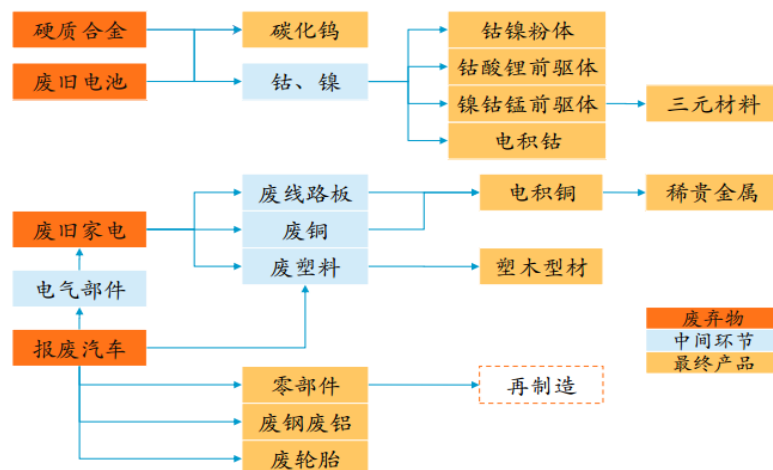
2.3. 格林美参与湖北供销合作总社国企混改，“渠道+深度综合回收”优势双剑合璧

供销社系统具有先天的前端渠道网点优势，但后端深度综合回收能力不足，很难对拆解物中的资源吃干榨尽，且杜绝二次污染。供销社系统自建国初期就开始废旧物资回收业务，建立了非常细密的回收网络。湖北省供销社系统中，全省拥有各类回收网点3459个，系统从业人员近万人，再生回收网络终端村级综合服务社已建成20471家，全省行政村覆盖率达到78%，回收采购大多可以延伸至中小回收者，具备很强的前端渠道回收优势。但由于其后端深度综合回收的投资能力、技术能力较差，很难形成真正环保的深度拆解、综合利用。

从行业整合能力看，光靠供销社系统难当此大任，国企混改势在必行。由于当前大宗商品价格低迷，再生资源业务盈利性很差，仅凭供销社系统自己的财力、技术资源，以及缺乏活力的国企体制，难以承担起整合、推进湖北省再生资源循环产业的历史重任，引入市场化机制和具有资本、技术、产能优势的战略合作者势在必行。

格林美拥有后端深度综合回收拆解优势和上市公司融资优势，同时，湖北是公司主力产能聚集地，在当地整合产业资源得天独厚。公司在上市以来，快速地利用资本市场跑马圈地，已在湖北武汉、湖北荆门、江西丰城、河南兰考、江苏泰州、江苏扬州等地迅速建成八大循环产业园，具有中国最完整的稀有金属资源化循环产业链，并和日本三井物产、Honest 商社合资布局报废汽车再制造，后端综合回收、拆解、再制造能力凸显。这些产业园中，以湖北基地最大、最成熟（荆门、武汉、仙桃），在当地整合产业资源得天独厚。

图 5：格林美拥有较为完善的后端深度综合回收拆解产能和技术



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：格林美的废弃电器电子产品拆解处理产业布局

| 区域 | 项目 | 拆解/生产产能 | 状态 | 基金补贴资质 |
|------|-------------------------|---------|------|--------|
| 湖北荆门 | 家电拆解 | 300 万台 | 已投产 | 有 |
| | 电路板处理/稀贵金属回收 | 20 吨 | 调试 | |
| | 电解铜 | 3 万吨 | 部分投产 | |
| 湖北武汉 | 家电拆解、武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场 | 200 万台 | 已投产 | 有 |
| 江西丰城 | 家电拆解、城市资源循环利用产业基地 | 300 万台 | 已投产 | 有 |
| 河南兰考 | 家电拆解 | 200 万台 | 已投产 | 有 |
| 扬州宁达 | 家电拆解、危废处理、锆回收 | 200 万台 | 正常生产 | 有 |
| 天津子牙 | 家电拆解、城市矿产循环产业园 | | 规划 | |

数据来源：公司资料，安信证券研究中心整理

表 4：格林美三大报废汽车回收拆解基地

| 地区 | 报废汽车年处理能力 | 总投资 | 进展 |
|------|------------|---------|-------------|
| 江西丰城 | 报废汽车 20 万吨 | 2.27 亿元 | 已投产 |
| 天津 | 报废汽车 20 万吨 | 3.82 亿元 | 预计 2015 年投产 |
| 湖北武汉 | 报废汽车 20 万吨 | 3.86 亿元 | 预计 2016 年投产 |

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

我们非常看好此次格林美与湖北省供销合作总社的战略合作，这将为格林美提供参与供销合作社体系国企混改的绝佳机遇。由于此次战略协议明确提及接下来会前述投资协议，我们预计格林美应大概率参与湖北供销社国企混改。公司将凭借其在湖北省无可争辩的后端深度综合回收优势，以及上市公司的融资优势，盘活供销合作社体系中的大量再生资源资产，获得供销社体系前端回收报废汽车、电子废弃物的渠道优势，实现类似“秦岭水泥+格林美”在“渠道+深度综合回收”优势的双剑合璧，强化公司原料保障能力，大幅提升在湖北市场的回收份额，为公司进一步做大做强提供新动力。

更进一步，我们认为，这将为公司在其他省区参与类似的当地供销合作国企混改，提供了非常好的样本。一旦湖北的行业整合成功进行，我们不排除将在其他省区进行复制，这将极大提升格林美在再生资源领域的资源掌控能力和市场份额。

2.4. 报废汽车拆解政策松绑在即，整合湖北报废汽车回收产业正逢其时

格林美即将成为湖北省报废汽车拆解的整合主体。按照战略合作协议，双方将对武汉鑫汇投资，整合湖北省全省报废汽车回收拆解、零部件再制造的业务经营，建立全省报废汽车回收拆解利用网络体系。

2015年，报废汽车拆解行业将迎来一系列政策利好，行业整合正逢其时。一是“五大总成再制造”有望解禁，系统性提升行业盈利水平。二是，“以旧换再”企业补贴展开，消费者购买补贴预计将出台。三是黄标车淘汰政策渐严，2014、2015年合计将达到1200万辆，正规企业回收报废汽车量大增。四是增值税即征即返50%的政策有望落地。

3. 给予“买入-A”评级，12个月目标价20.5元

我们维持此前深度报告中的盈利预测，预计2014-2016年EPS分别为0.25元、0.41元和0.64元。预计公司2014~2016年的营业收入分别为44.47亿元、62.33亿元和72.19亿元，增速分别为28%、40%和16%；归属母公司净利润分别为2.30亿元、3.82亿元和5.88亿元，增速分别为60%、66%和54%，EPS分别为0.25元、0.41元和0.64元。

给予公司“买入-A”评级，12个月目标价20.5元。考虑到此次公司参与湖北供销总社的战略合作和国企改革超出市场预期，且在行业整合和前端资源掌控能力上均利好公司长远发展，再加上公司业绩放量，且外延整合、政策利好预期强烈，给予2015年50x的动态市盈率，目标价20.5元，“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年02月12日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 1,418.4 | 3,486.0 | 4,447.2 | 6,233.1 | 7,219.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,052.2 | 2,908.5 | 3,767.5 | 5,115.2 | 5,798.4 | 营业收入增长率 | 54.4% | 145.8% | 27.6% | 40.2% | 15.8% |
| 营业税费 | 6.4 | 9.3 | 14.5 | 22.0 | 26.1 | 营业利润增长率 | -12.1% | 6.2% | 151.8% | 109.2% | 56.6% |
| 销售费用 | 22.4 | 31.8 | 34.5 | 52.3 | 62.2 | 净利润增长率 | 11.7% | 7.0% | 59.9% | 66.0% | 53.8% |
| 管理费用 | 165.8 | 226.1 | 234.4 | 355.9 | 404.3 | EBITDA 增长率 | 32.4% | 69.7% | 22.1% | 47.9% | 26.8% |
| 财务费用 | 91.0 | 201.1 | 194.7 | 265.9 | 267.8 | EBIT 增长率 | 16.5% | 68.9% | 41.0% | 73.5% | 35.0% |
| 资产减值损失 | 3.7 | 19.5 | - | - | - | NOPLAT 增长率 | 16.4% | 74.3% | 28.7% | 72.7% | 36.4% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 79.1% | 21.6% | 11.9% | 5.2% | -0.8% |
| 投资和汇兑收益 | -1.4 | -9.7 | - | - | - | 净资产增长率 | 13.3% | 6.5% | 43.1% | 8.1% | 11.5% |
| 营业利润 | 75.4 | 80.1 | 201.7 | 421.9 | 660.9 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 84.7 | 101.0 | 100.0 | 80.0 | 80.0 | 毛利率 | 25.8% | 16.6% | 15.3% | 17.9% | 19.7% |
| 利润总额 | 160.1 | 181.0 | 301.7 | 501.9 | 740.9 | 营业利润率 | 5.3% | 2.3% | 4.5% | 6.8% | 9.2% |
| 减:所得税 | 15.8 | 12.7 | 36.2 | 60.2 | 88.9 | 净利润率 | 9.5% | 4.1% | 5.2% | 6.1% | 8.1% |
| 净利润 | 134.6 | 144.1 | 230.5 | 382.7 | 588.4 | EBITDA/营业收入 | 20.7% | 14.3% | 13.7% | 14.4% | 15.8% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 11.7% | 8.1% | 8.9% | 11.0% | 12.9% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 固定资产周转天数 | 428 | 223 | 185 | 138 | 121 |
| 货币资金 | 1,171.4 | 719.5 | 500.2 | 1,460.1 | 1,985.3 | 流动营业资本周转天数 | 309 | 189 | 171 | 147 | 141 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 620 | 329 | 279 | 257 | 284 |
| 应收账款 | 339.7 | 475.7 | 578.1 | 810.3 | 938.6 | 应收账款周转天数 | 59 | 42 | 43 | 40 | 44 |
| 应收票据 | 143.3 | 163.2 | 222.4 | 249.3 | 216.6 | 存货周转天数 | 222 | 146 | 142 | 121 | 115 |
| 预付账款 | 185.7 | 237.1 | 376.7 | 511.5 | 579.8 | 总资产周转天数 | 1,304 | 727 | 642 | 515 | 500 |
| 存货 | 1,209.4 | 1,619.6 | 1,883.7 | 2,301.8 | 2,319.3 | 投资资本周转天数 | 975 | 565 | 515 | 398 | 351 |
| 其他流动资产 | 7.0 | 108.2 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 5.8% | 6.3% | 7.0% | 10.8% | 14.3% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 2.3% | 2.2% | 3.3% | 4.5% | 6.3% |
| 长期股权投资 | 96.5 | 85.3 | 85.0 | 85.0 | 85.0 | ROIC | 5.4% | 5.3% | 5.6% | 8.7% | 11.2% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 2,083.5 | 2,244.0 | 2,316.6 | 2,459.2 | 2,386.8 | 销售费用率 | 1.6% | 0.9% | 0.8% | 0.8% | 0.9% |
| 在建工程 | 764.0 | 1,398.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 管理费用率 | 11.7% | 6.5% | 5.3% | 5.7% | 5.6% |
| 无形资产 | 304.1 | 441.3 | 359.0 | 347.0 | 335.0 | 财务费用率 | 6.4% | 5.8% | 4.4% | 4.3% | 3.7% |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 19.7% | 13.2% | 10.4% | 10.8% | 10.2% |
| 资产总额 | 6,350.3 | 7,736.6 | 8,122.3 | 9,724.8 | 10,346.9 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 1,952.2 | 2,059.2 | 2,000.0 | 2,500.0 | 2,500.0 | 资产负债率 | 60.8% | 65.7% | 53.3% | 57.8% | 55.8% |
| 应付账款 | 191.0 | 259.9 | 565.1 | 767.3 | 869.8 | 负债权益比 | 155.1% | 191.7% | 114.0% | 137.1% | 126.3% |
| 应付票据 | - | 183.7 | 188.4 | 255.8 | 289.9 | 流动比率 | 1.29 | 1.10 | 1.29 | 1.49 | 1.62 |
| 其他流动负债 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 0.78 | 0.57 | 0.61 | 0.85 | 1.00 |
| 长期借款 | 637.9 | 1,147.8 | 700.0 | 1,200.0 | 1,200.0 | 利息保障倍数 | 1.83 | 1.40 | 2.04 | 2.59 | 3.47 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 3,860.6 | 5,084.2 | 4,327.7 | 5,624.0 | 5,775.5 | DPS(元) | 0.03 | - | - | - | - |
| 少数股东权益 | 265.9 | 314.0 | 300.9 | 359.9 | 423.5 | 分红比率 | 21.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股本 | 579.6 | 753.5 | 923.8 | 923.8 | 923.8 | 股息收益率 | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 1,645.5 | 1,586.8 | 2,870.8 | 3,176.9 | 3,647.6 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,489.7 | 2,652.4 | 3,794.6 | 4,100.7 | 4,571.4 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | EPS(元) | 0.15 | 0.16 | 0.25 | 0.41 | 0.64 |
| 净利润 | 144.3 | 168.3 | 230.5 | 382.7 | 588.4 | BVPS(元) | 2.41 | 2.53 | 3.78 | 4.05 | 4.49 |
| 加:折旧和摊销 | 135.1 | 223.5 | 212.2 | 212.2 | 212.2 | PE(X) | 96.1 | 89.7 | 56.1 | 33.8 | 22.0 |
| 资产减值准备 | 3.7 | 19.5 | - | - | - | PB(X) | 5.8 | 5.5 | 3.7 | 3.5 | 3.1 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/FCF | -1,186.3 | -47.5 | -10.1 | 12.5 | 20.1 |
| 财务费用 | 95.8 | 205.2 | 194.7 | 265.9 | 267.8 | P/S | 9.1 | 3.7 | 2.9 | 2.1 | 1.8 |
| 投资损失 | -1.4 | 9.7 | - | - | - | EV/EBITDA | 32.4 | 22.8 | 26.5 | 18.1 | 13.8 |
| 少数股东损益 | 9.6 | 24.2 | 35.0 | 59.0 | 63.6 | CAGR(%) | 45.2% | 57.0% | 30.2% | 45.2% | 57.0% |
| 营运资金的变动 | -643.1 | -690.9 | -272.3 | -515.7 | -29.9 | PEG | 2.1 | 1.6 | 1.9 | 0.7 | 0.4 |
| 经营活动产生现金流量 | -250.6 | 22.9 | 400.1 | 404.1 | 1,102.0 | ROIC/WACC | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 1.1 | 1.4 |
| 投资活动产生现金流量 | -1,116.9 | -960.7 | 0.3 | - | - | REP | 2.8 | 2.8 | 3.4 | 2.1 | 1.6 |
| 融资活动产生现金流量 | 1,518.0 | 487.2 | -764.0 | -261.2 | -1,023.1 | | | | | | |

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

■ 分析师声明

齐丁、衡昆分别声明, 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 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | 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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

