

## 江苏有线 IPO 获通过提振市值 均瑶集团资产证券化值得期待

■江苏有线 IPO，提振公司市值。4月3日公司公告，证监会核准参股公司江苏有线发行股票，江苏有线拟在上交所发行不超 5.97 亿股，公司持江苏有线 3854.97 万股(占发行前总股本 1.61%，占发行后总股本约 1.29%)，受益参股公司上市，提振公司市值。

■江苏有线价值度高，股权价值有望再提升。我们假设，江苏有线 15 年净利润 10 亿，给予 20 倍 PE，市值约为 500 亿，大东方持有的股权价值 6.45 亿。此外，截至 14H1 公司持有的国联信托股权账面价值 1.06 亿 (持股比例 8.13%)、江苏银行股权账面价值 0.6 亿 (持股比例 0.48%)、景信小贷股权账面价值 380 万 (持股比例 1.9%)，合计持有的股权价值达 8.15 亿。

■商业、汽车、食品三驾马车带动业绩增长，估值空间提升广阔。第一、商业存量价值丰富，资产重估价值达 30.2 亿；二、汽车业务打开未来业绩增长空间；第三、食品业务丰富产品种类。我们预计 14 年汽车、食品业务分别实现利润 0.9 亿、0.2 亿，分别给予 50 倍、25 倍 PE，物业资产重估 30.2 亿，股权投资价值 8.15 亿，估算合理价值 88.35 亿，当前市值 66.05 亿，仍有 30%+提升空间。

■均瑶旗下上市平台，存在资产注入预期。公司作为集团旗下唯一商业上市平台，未来或将成为均瑶相关资产整合平台，集团资产与公司业务协同作用逐渐凸显。

■维持盈利预测，给予增持-A 评级。我们预计 14-16 年 EPS 为 0.40 元、0.49 元、0.57 元，对应当前股价 PE 为 32 倍、26 倍、22 倍。

■风险提示：受三公管控、消费低迷、电商分流影响，业绩增长不达预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,501.4	8,898.9	10,234.0	11,667.0	13,300.0
净利润	121.3	186.9	209.0	256.3	297.9
每股收益(元)	0.23	0.36	0.40	0.49	0.57
每股净资产(元)	2.36	2.63	2.92	3.25	3.64

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	54.4	35.3	31.6	25.8	22.2
市净率(倍)	5.4	4.8	4.3	3.9	3.5
净利润率	1.6%	2.1%	2.0%	2.2%	2.2%
净资产收益率	9.9%	13.6%	13.7%	15.1%	15.7%
股息收益率	0.6%	0.9%	0.9%	1.3%	1.4%
ROIC	15.5%	23.5%	22.3%	24.6%	28.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

调高评级

6 个月目标价 15.32 元  
股价 (2015-04-07) 12.93 元

### 交易数据

总市值(百万元)	6,604.87
流通市值(百万元)	6,604.87
总股本(百万股)	521.71
流通股本(百万股)	521.71
12 个月价格区间	4.81/12.66 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	34.94	60.79	50.36
绝对收益	53.83	78.81	142.99

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030  
zhanglong@essence.com.cn  
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

### 相关报告

仍看汽车业务恢复性增长	2014-08-26
汽车销售及服务业务持续改善 业绩提升仍有空间	2013-10-25
汽车销售及服务业务趋于改善	2013-08-20

**江苏有线 IPO，提振公司市值。**4月3日公司公告，证监会核准参股公司江苏有线发行股票，江苏有线拟在上交所发行不超 5.97 亿股，发行后总股本不超 29.88 亿，募集资金用于增资发展公司整合全省广电网络项目、广电网络资源整合项目、全省 NGB 基础网络建设项目和云媒体电视内容集成平台项目。公司持江苏有线 3854.97 万股(占发行前总股本 1.61%，占发行后总股本约 1.29%)，受益参股公司上市，提振公司市值。

**江苏有线价值度高，股权价值有望再提升。**江苏有线主要从事广电网络建设运营，广播电视节目传输、数据宽带业务以及数字电视增值业务开发与经营。截至 14 年底，已完成江苏省 13 个市、62 个县广电网络整合，联网用户数达 1772 万户（直接用户 748 万，间接用户 1024 万）业务，并完成 46 个地方卫视频道、12 个省内非卫视频道以及部分购物频道视频接入，12-14 年实现营收 34.16 亿、39.36 亿、44.02 亿，净利润 6.15 亿、7.29 亿和 8.49 亿。我们假设，江苏有线 15 年净利润 10 亿，给予 20 倍 PE，市值约为 500 亿，大东方持有的股权价值 6.45 亿，未来伴随江苏有线上市，借助资本市场整合资源，将加速业务拓展。此外，截至 14H1 公司持有的国联信托股权账面价值 1.06 亿(持股比例 8.13%)、江苏银行股权账面价值 0.6 亿（持股比例 0.48%）、景信小贷股权账面价值 380 万（持股比例 1.9%），合计持有的股权价值达 8.15 亿。

**商业、汽车、食品三驾马车带动业绩增长，估值空间提升广阔。**第一、商业存量价值丰富。公司拥有大东方百货及吟春大楼等自有物业，资产重估价值达 30.2 亿，还拥有大东方海门店、伊酷童儿童主题商场等租赁物业，虽受三公管控、电商分流、消费低迷等因素影响致业绩出现下滑，但商业物业均位于核心区域，区位优势未来或将得到彰显；第二、汽车业务打开未来业绩增长空间。公司目前拥有 4S 店 60 家，借助 4S 门店积累的客户群体，车后服务业务有望获得快速发展，其中二手车业务携手国内最大二手车在线交易平台车易拍，搭建二手车在线竞价平台——“东方在线”。此外，大股东均瑶集团于 15 年 2 月获得汽车平行进口牌照，依托股东牌照优势、客户资源，汽车业务有望成为未来业绩增长点；第三、食品业务丰富产品种类。公司 11 年完成对“三凤桥”分散股权收购、实现控股地位，随后不断提高产品种类丰富度，目前产品包括新鲜、真空包装、保险包装三大熟食系列共 200 多个品种，餐饮与食品销售 14H1 实现营收 1.2 亿，同比增长 3.49%，伴随品牌认知度不断强化、产品丰富度不断提升，食品业务营收将持续增长。我们预计 14 年汽车、食品业务分别实现利润 0.9 亿、0.2 亿，分别给予 50 倍、25 倍 PE，物业资产重估 30.2 亿，股权投资价值 8.15 亿，估算合理价值 88.35 亿，当前市值 66.05 亿，仍有 30%+ 提升空间。

**均瑶旗下上市平台，存在资产注入预期。**公司背靠均瑶集团，集团资源丰富，业务主要包括商业（大东方）、航空运输（吉祥航空、均瑶旅行网、均瑶物流）、乳业（均瑶乳业）、置业（均瑶置业）、教育文化（均瑶文化，参与北京奥运会、上海世博会、NBA、FIFA、F1 等赛事的赞助和运营）等板块，13 年实现营收 152.92 亿，净利润 5.92 亿，资产总额 180.89 亿，其中，吉祥航空于 14 年 4 月提交上市申请，初审会已获通过。公司作为集团旗下唯一商业上市平台，未来或将成为均瑶相关资产整合平台，集团资产与公司业务协同作用逐渐凸显。

**维持盈利预测，给予增持-A 评级。**公司大股东均瑶集团实力雄厚，公司作为集团旗下唯一上市平台，未来存在注入协同性及盈利性强的资产预期；公司主业有序推进，叠加江苏有线、国联信托、江苏银行等股权投资，持续贡献业绩增量，未来增长可期。我们预计 14-16 年 EPS 为 0.40 元、0.49 元、0.57 元，对应当前股价 PE 为 32 倍、26 倍、22 倍。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月07日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>7,501.4</b>	<b>8,898.9</b>	<b>10,234.0</b>	<b>11,667.0</b>	<b>13,300.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	6,516.9	7,764.0	8,904.0	10,159.6	11,569.3	营业收入增长率	5.7%	18.6%	15.0%	14.0%	14.0%
营业税费	55.5	64.6	81.9	70.0	79.8	营业利润增长率	-41.3%	39.4%	12.0%	20.1%	19.3%
销售费用	274.1	325.6	380.7	429.1	490.2	净利润增长率	-41.5%	54.0%	11.8%	22.6%	16.3%
管理费用	411.4	451.2	527.3	610.8	685.3	EBITDA 增长率	-17.3%	21.9%	12.6%	16.5%	18.1%
财务费用	78.8	65.9	70.0	73.0	77.2	EBIT 增长率	-28.0%	22.9%	10.9%	17.0%	16.9%
资产减值损失	-0.6	2.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	-38.9%	41.9%	18.6%	17.0%	16.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.3%	25.3%	5.8%	1.0%	29.9%
投资和汇兑收益	21.3	34.6	21.5	25.6	19.3	净资产增长率	3.0%	9.6%	10.8%	11.0%	11.9%
<b>营业利润</b>	<b>186.6</b>	<b>260.2</b>	<b>291.6</b>	<b>350.1</b>	<b>417.5</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	17.8	28.1	17.0	15.4	14.0	毛利率	13.1%	12.8%	13.0%	12.9%	13.0%
<b>利润总额</b>	<b>204.4</b>	<b>288.3</b>	<b>308.6</b>	<b>365.5</b>	<b>431.5</b>	营业利润率	2.5%	2.9%	2.8%	3.0%	3.1%
减:所得税	80.3	86.1	77.1	91.4	107.9	净利润率	1.6%	2.1%	2.0%	2.2%	2.2%
<b>净利润</b>	<b>121.3</b>	<b>186.9</b>	<b>209.0</b>	<b>256.3</b>	<b>297.9</b>	EBITDA/营业收入	5.4%	5.5%	5.4%	5.5%	5.7%
						EBIT/营业收入	3.5%	3.7%	3.5%	3.6%	3.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	47	51	48	44	41
货币资金	1,006.7	703.0	818.7	933.4	1,064.0	流动营业资本周转天数	-38	-34	-25	-22	-16
交易性金融资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	流动资产周转天数	101	88	80	80	81
应收账款	183.6	201.0	209.0	285.8	271.4	应收账款周转天数	8	8	7	8	8
应收票据	0.9	0.4	1.3	0.7	1.4	存货周转天数	37	34	35	36	34
预付账款	283.4	286.6	305.0	325.0	609.9	总资产周转天数	208	188	166	156	150
存货	767.3	896.0	1,105.0	1,207.0	1,309.3	投资资本周转天数	48	44	44	40	40
其他流动资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.9%	13.6%	13.7%	15.1%	15.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	4.4%	4.8%	5.2%	5.5%
长期股权投资	219.4	232.7	109.7	113.7	118.7	ROIC	15.5%	23.5%	22.3%	24.6%	28.5%
投资性房地产	174.5	181.1	186.5	192.2	198.1	<b>费用率</b>					
固定资产	1,218.7	1,315.1	1,412.2	1,462.1	1,604.0	销售费用率	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
在建工程	118.0	15.0	9.3	17.9	26.0	管理费用率	5.5%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%
无形资产	514.5	531.2	529.4	532.8	521.9	财务费用率	1.1%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	229.0	208.7	182.3	155.9	138.7	三费/营业收入	10.2%	9.5%	9.6%	9.5%	9.4%
<b>资产总额</b>	<b>4,716.0</b>	<b>4,570.7</b>	<b>4,868.6</b>	<b>5,226.5</b>	<b>5,863.5</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	922.0	704.8	698.4	611.1	783.5	资产负债率	69.8%	65.8%	64.4%	63.2%	63.3%
应付账款	959.0	961.7	1,165.0	1,375.0	1,464.3	负债权益比	230.6%	192.3%	181.0%	171.7%	172.5%
应付票据	458.5	529.4	547.2	578.0	603.0	流动比率	0.72	0.74	0.81	0.88	0.94
其他流动负债	772.0	641.3	594.6	579.5	601.7	速动比率	0.47	0.42	0.44	0.49	0.56
长期借款	-	-	-	-	105.8	利息保障倍数	3.37	4.95	5.17	5.80	6.41
其他非流动负债	178.1	169.9	130.7	159.6	153.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>3,289.6</b>	<b>3,007.0</b>	<b>3,136.0</b>	<b>3,303.2</b>	<b>3,711.6</b>	DPS(元)	0.08	0.12	0.12	0.16	0.18
<b>少数股东权益</b>	<b>197.5</b>	<b>190.3</b>	<b>211.6</b>	<b>229.2</b>	<b>254.3</b>	分红比率	34.4%	33.5%	29.3%	32.4%	31.8%
股本	521.7	521.7	521.7	521.7	521.7	股息收益率	0.6%	0.9%	0.9%	1.3%	1.4%
留存收益	707.3	851.6	999.3	1,172.5	1,375.8						
<b>股东权益</b>	<b>1,426.5</b>	<b>1,563.6</b>	<b>1,732.6</b>	<b>1,923.4</b>	<b>2,151.8</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EPS(元)	0.23	0.36	0.40	0.49	0.57
净利润	124.1	202.2	209.0	256.3	297.9	BVPS(元)	2.36	2.63	2.92	3.25	3.64
加:折旧和摊销	171.7	213.7	191.3	221.0	266.0	PE(X)	54.4	35.3	31.6	25.8	22.2
资产减值准备	-0.6	2.1	-	-	-	PB(X)	5.4	4.8	4.3	3.9	3.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	15.1	-24.0	50.1	42.5	35.4
财务费用	62.6	57.9	70.0	73.0	77.2	P/S	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
投资损失	-21.3	-34.6	-21.5	-25.6	-19.3	EV/EBITDA	5.3	5.0	11.5	9.6	8.4
少数股东损益	2.8	15.4	22.5	17.9	25.7	CAGR(%)	30.2%	17.0%	-3.4%	30.2%	17.0%
营运资金的变动	30.5	-331.5	-71.7	86.9	-224.1	PEG	1.8	2.1	-9.3	0.9	1.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>223.4</b>	<b>109.9</b>	<b>399.5</b>	<b>629.4</b>	<b>423.5</b>	ROIC/WACC	1.6	2.4	2.2	2.5	2.8
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-308.2</b>	<b>-170.3</b>	<b>-144.9</b>	<b>-271.1</b>	<b>-398.6</b>	REP	1.4	0.9	2.2	1.9	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>116.6</b>	<b>-312.2</b>	<b>-138.9</b>	<b>-243.7</b>	<b>105.8</b>						

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

张龙声明, 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

