

2016年05月23日

中房地产 (000736.SZ)

中交地产平台整合落地、地产业务再上台阶可期

■事件：公司公布定增预案：拟向中交地产集团发行股份购买其持有的中交地产100%的股权以及中房集团持有的中住兆嘉 20%股权、中房苏州 30%股权、中房天津 49%股权、重庆嘉润 30%股权及重庆嘉汇 30%股权。同时，拟向中交集团、温州德欣发行股份募集 42.5 亿配套资金。

■资产实力大增、附加锁定条件：1) 资产实力大增：本次交易标的资产的预估值 64.3 亿，预估增值率 28%，为公司 2015 年末净资产的 376%，标的资产 2015 年权益净利润规模约 1.3 亿(重组前净利润仅 0.3 亿元)，权益营收规模 1.6 亿。2) 募集配套资金：此外，拟募集配套资金 42.5 亿用于项目投资及偿还债务，公司经营能力将得到显著提升。定增完成后，公司的股本将由 2.97 亿股增至 11.76 亿股，公司实际控制人未变；3) 附加锁定条件：交易完成后，大股东除保证 36 个月锁定期外，附加承诺若公司 6 个月内连续 20 个交易日收盘价低于发行价或者 6 个月期末收盘价低于发行价时，将其锁定期自动延长 6 个月。

■体外资源丰富、持续注入可期：1) 中交三大平台大整合伊始：正如我们之前报告所述，中交集团现名义持有中房地产、中交地产、绿城地产三大地产平台公司，目前正和国内地产平台至中交地产拉开了大整合序幕；2) 集团唯一地产业务平台：本次交易后中交集团承诺公司将作为除绿城中国外，未来唯一国内地产业务开发平台，中交建下其余地产业务将后续注入 3) 与绿城将优势互补：公司整合完之后将同时有海内外两个上市平台，即使短期两地不整合，中交的土地资源和绿城的商业运营能力具有很好的互补性，将推动公司再上台阶。

■地产央企新启航，受益地产小周期复苏：1) 公司将主要布局二线和优质三线：公司重组完成后，将主要布局二线以及优质三线，土地储备规模有望超过 500 万方，资源禀赋大幅提升；2) 短期受益周期复苏：公司 2016 年一季报显示营收 1.64 亿元，同比增长 80.45%，当季实现签约销售面积 7.10 万平方米，签约销售金额 8.27 亿元，同比分别增长 243%及 493%，公司今年结算收入有望超预期。

■投资建议：公司定增方案落地，中交系地产平台整合序幕开启，公司资产和资源禀赋大幅增长，同时受益于短期地产复苏，公司一季度销售大幅提升，全年结算收入有望再上台阶，在不考虑重组的情况下，我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.14、0.16 和 0.19，对应停牌期股价 PE 倍数为 97.8X、87.9X 和 72.6X；公司作为具备国资改革禀赋的小市值稀有地产标的，集团资源整合深化带来的催化有望持续不断，我们维持“买入-A”评级以及目标价 17.6 元不变。

■风险提示：地产业务长期增收不增利，预案审批周期过长等。

| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 708.5 | 1,112.3 | 1,390.5 | 1,803.5 | 2,491.7 |
| 净利润 | 75.7 | 28.4 | 42.6 | 47.4 | 57.4 |
| 每股收益(元) | 0.25 | 0.10 | 0.14 | 0.16 | 0.19 |
| 每股净资产(元) | 5.67 | 5.75 | 5.89 | 6.05 | 6.25 |

| 盈利和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 55.1 | 146.7 | 97.8 | 87.9 | 72.6 |
| 市净率(倍) | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |
| 净利润率 | 10.7% | 2.6% | 3.1% | 2.6% | 2.3% |
| 净资产收益率 | 4.5% | 1.7% | 2.4% | 2.6% | 3.1% |
| 股息收益率 | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 2.8% | 1.2% | 1.3% | 1.8% | 1.6% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

住宅地产

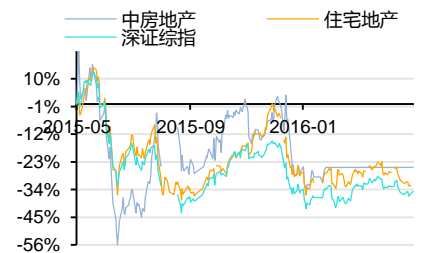
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**17.6 元**
股价 (2016-05-23) **14.03 元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 4,169.63 |
| 流通市值(百万元) | 1,946.43 |
| 总股本(百万股) | 297.19 |
| 流通股本(百万股) | 138.73 |
| 12 个月价格区间 | 8.25/22.66 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|-------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | 2.49 | 3.56 | 10.45 |
| 绝对收益 | 0.0 | 0.0 | -18.9 |

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001
chentc@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

| | |
|------------------------------------|------------|
| 中房地产：—2015 年年报 点评 | 2016-03-18 |
| 中房地产：经营业绩下滑、 中交地产平台整合预期 | 2015-10-30 |
| 中房地产：经营稳中求进、 中交集团地产平台整合或 将加速 | 2015-08-18 |

一、净资产将大幅增值、集团控股比例增加

公司本次定增预案分为发行股份购买资产和发行股份募集配套资金两部分，除息后发行价为 12.16 元/股。**购买资产方面**，主要包括中交地产集团持有的中交地产 100% 股权以及中房集团持有的 5 家公司的股权，合计预估值 64.34 亿元，公司购买资产需要发行的股份数量为 5.29 亿股，其中向地产集团发行 4.5 亿股，向中房集团发行 0.79 亿股。本次拟购买资产的预估值占上市公司 2015 年末的净资产比例为 376%。

配套资金方面，本次交易中公司募集配套资金总额 42.5 亿元，其中中交集团 8 亿元，温州德欣 34.5 亿元。公司募集配套资金部分合计发行 3.5 亿股，其中向中交集团发行 0.65 亿股，向温州德欣发行 2.84 亿股。资金用途主要为房地产项目投资、偿还金融机构贷款及融资租赁款。

表 1：本次定增预案

| 购买资产 | 比例 | 预估值 (万元) | 发行股份数 |
|--------------------|--------|------------|--|
| 中交地产 | 100% | 546,734.42 | |
| 中住兆嘉 | 20% | 20,772.44 | |
| 中房苏州 | 30% | 43,588.56 | 向地产集团发行 4.5 亿股，向中 |
| 中房天津 | 49% | 4,592.18 | 房集团发行 0.79 亿股，合计 5.29 |
| 重庆嘉润 | 30% | 3,091.01 | 亿股。 |
| 重庆嘉汇 | 30% | 24,574.62 | |
| 合计 | - | 643,353.23 | |
| 配套资金 | 比例 | 总值 (万元) | 发行股份数 |
| 偿还金融机构贷款、 融资租赁款 | 12.94% | 425,000 | 向中交集团发行 0.65 亿股，向 温州德欣发行 2.84 亿股，合计 |
| 房地产项目投资 | 87.06% | | 3.5 亿股。 |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

大股东控股比例大幅增加。定增完成后，公司的股本将由 2.97 亿股增至 11.76 亿股。其中中原股东控股比例摊薄至 13.48%，原其他中小股东比例由 46.68% 摊薄至 11.79%。本次的定增对象地产集团、中房地产、中交集团以及温州德欣合计直接控股比例为 74.73%。

表 2：本次定增前后的股本及股东变化

| 股东名称 | 本次重组前 | | 购买资产后 | | 配套融资后 | |
|------------|-------------|---------------|-------------|---------------|--------------|---------------|
| | 持股数 (亿股) | 比例 (%) | 持股数 (亿股) | 比例 (%) | 持股数 (亿股) | 比例 (%) |
| 中住地产 | 1.58 | 53.32 | 1.58 | 19.18 | 1.58 | 13.48 |
| 地产集团 | - | - | 4.50 | 54.42 | 4.50 | 38.24 |
| 中房集团 | - | - | 0.79 | 9.62 | 0.79 | 6.76 |
| 中交集团 | - | - | - | - | 0.66 | 5.60 |
| 温州德欣 | - | - | - | - | 2.84 | 24.13 |
| 其他股东 | 1.39 | 46.68 | 1.39 | 16.78 | 1.39 | 11.79 |
| 总股本 | 2.97 | 100.00 | 8.26 | 100.00 | 11.76 | 100.00 |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

中交地产正式注入上市公司。本次交易前，中交集团现名义持有中房地产、中交地产、绿城地产三大地产平台公司，本次交易后公司将成为除绿城中国外，未来集团唯一的国内房地产业务开发平台。本次交易中交地产预估值占所有资产标的的比例为 85%，为本次交易的主要部分；中交地产作为中交集团发展房地产的三大业务平台之一，除地产开发外，还通过 BT 模式参与了部分的市政基础设施及安置房项目。截至 2015 年底，中交地产及其下属公司开发的房地产项目共计 28 个，一级土地开发项目 2 个，另外有市政基础设施及安置房项目 3 个。

中交地产旗下土地储备资源丰富，目前针对各线城市采取多元的土储策略：

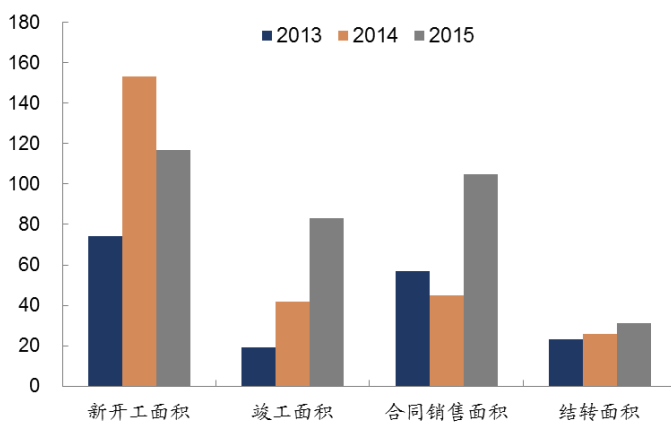
对于一线城市，中交地产主要通过三种方式：1) 单独或联合品牌房企及金融不动产投资机构组成联合体，通过二级市场招拍挂方式获取土地；2) 通过收购方式获取目标公司股权或者通过资产收购方式取得开发权益；3) 适当参与政府土地一级整理开发。

对于重点二、三线城市，在招拍挂和股权收购方式的基础上增加了参与地方政府棚户区改造实现一、二级联动等方式。

对于三、四线城市，中交地产拿地方式主要为与政府战略合作机会型获取或与中交集团基础设施建设捆绑的方式。

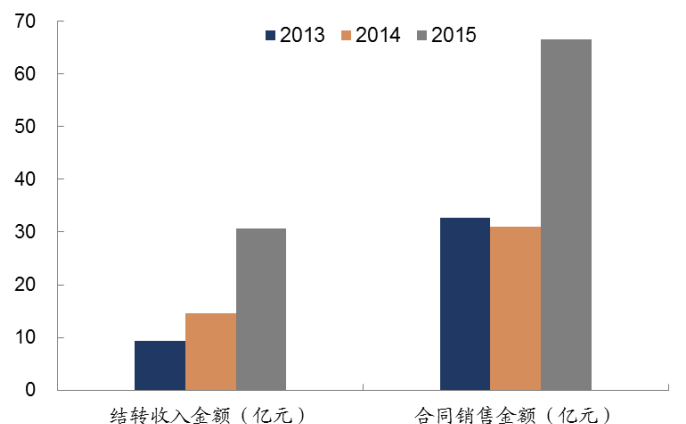
目前中交地产土地储备规模可以满足未来 3~5 年的开发需求，但目前储备较为分散且以二、三线城市为主，包括浙江、江苏、湖北、四川、山东、黑龙江、天津、内蒙古等省、直辖市和自治区，未来中交地产土地储备重心将向一、二线城市转移。本次重组交易前，上市公司业务主要分布在重庆、湖南、江苏、天津等区域，通过本次重组交易，**公司将增加在北京、山东、辽宁、四川、福建等区域的市场覆盖**，中交地产业务将占上市公司业务较大比例，有助公司业务大幅拓展。

图 1：中交地产业务发展状况（万方）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：中交地产业务发展状况（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本次注入土地资源丰富，将大幅增厚公司业绩。截至 2015 年末，本次交易标的公司及其子公司已取得了 62 宗土地使用权证，**本次注入土地使用权面积合计 277.91 万方**，另外中交地产子公司中交宜兴尚有 24 万方土地尚未取得使用权证（已签订出让合同及缴清出让金），本次交易成功后将直接拓展公司地产业务区域范围及增长可持续性，预计未来集团通过出让、划拨方式陆续注入的土地资产会更多。

业绩方面，我们按照公司持股比例计算，6 家标的公司 2015 年贡献营业利润总额 1.59 亿，净利润总额 1.28 亿，我们估计 2016-2017 年净利润为 1.34 亿及 1.41 亿；**若按照定增后股本测算，预计以上项目 2016-2017 年可增厚公司基本 EPS 0.11 及 0.12 元。**

表 3：标的公司 2015 年业绩状况

| 标的公司 | 权益比例 | 权益净资产 | 营业总收入 | 权益净利润 | 毛利率 |
|-----------|------|--------------|-------------|-------------|--------|
| 中交地产 | 100% | 67.30 | 1.49 | 1.21 | 25.52% |
| 中住兆嘉 | 20% | 0.90 | 0.14 | 0.11 | 29.93% |
| 中房苏州 | 30% | 2.80 | 0.02 | 0.01 | 17.38% |
| 中房天津 | 49% | 0.45 | -0.03 | -0.02 | - |
| 重庆嘉润 | 30% | 0.28 | -0.02 | -0.01 | - |
| 重庆嘉汇 | 30% | 2.45 | -0.02 | -0.01 | - |
| 合计 | | 74.18 | 1.59 | 1.28 | |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本次公司募集配套资金包括四个地产项目及偿还债权，四个项目开发周期均为 3-4 年，最迟 2020 年竣工结算，项目预计带来总收入 90.47 亿元，预计净利润总额 9.61 亿，投资净利

率 12%，今后预计每年可带来净利润 2 亿以上。

表 4：本次配套资金项目用途及收益预测

| 项目名称 | 投资总额 | 拟使用募集资金 | 性质 | 预计总收入 | 总投资 | 预计净利润 | 销售净利率 | 投资净利率 |
|----------------|-------|---------|----|-------|-------|-------|--------|--------|
| 1 天津港湾置业项目 | 4.64 | 1.80 | 商业 | 5.48 | 4.64 | 0.64 | 11.76% | 13.90% |
| 2 中房瑞致小区 | 23.61 | 19.20 | 商住 | 26.89 | 23.61 | 2.46 | 9.15% | 10.42% |
| 3 中交漫山 | 36.62 | 11.20 | 住宅 | 39.53 | 36.76 | 2.77 | 7.01% | 7.54% |
| 4 吴江秋枫街项目 | 13.58 | 4.80 | 住宅 | 18.56 | 13.58 | 3.74 | 20.14% | 27.52% |
| 5 偿还银行贷款和融资租赁款 | - | 5.50 | - | - | - | - | - | - |
| 合计 | 78.45 | 42.50 | | 90.47 | 78.59 | 9.61 | 10.63% | 12.23% |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

二、集团未整合资源丰富

在本次方案实施后，中交集团旗下且在上市公司体外的地产资源主要包括中国交建（601800.SH）旗下地产资产、绿城中国（03900.HK）、大连海岸东方、中航盈科、中交郑州、中交海外等。

根据定增预案披露，中交集团承诺中房地产将作为除绿城中国外，未来集团唯一的国内房地产业务开发平台；集团旗下中国交建及其下属公司将逐步退出房地产开发业务，原则上不再获取新的房地产开发业务的土地储备，同时 1) 若下属公司在存量房业务基础上需要开展新的地产业务，则采取对该业务和资产进行收购或其他方式注入上市公司；2) 若中国交建在基础设施投资等业务开展过程中，发现获得优质土地储备的机会，将由中房地产控股设立项目公司获取土地进行开发。3) 中国交建可将部分存量地产开发项目或相关开发主体转让给中房地产。

除此之外，中交集团承诺在承诺函生效之日起三年内，在解决遗留问题并在满足注入上市公司的条件后，将大连海岸东方、中航盈科、中交郑州以实施收购或采取其他可行的方式注入中房地产，公司均享有优先收购权。

表 5：目前中交集团旗下部分未整合资源

| 名称 | 股权状况（直接/间接） | 本次未注入原因 |
|-----------------------|---------------|---|
| 中国交建（601800.SH）旗下地产资产 | 集团持股 63.84% | 部分房地产开发项目，但与中国交建的整体业务规模相比占比很小，原则上逐步退出房地产开发业务。 |
| 绿城中国（03900.HK）山水雅居 | 地产集团持股 28.91% | 集团控股时间尚短，资产规模较大，若本次注入增加整合风险。 |
| 大连海岸东方 | 中房集团持股 85% | 剩余尾盘，未来将不再从事房地产开发业务。 |
| 中航盈科 | 中房集团持股 100% | 大连海岸东方存在股权纠纷，致使公司股权结构处于不确定状态，目前不适于注入上市公司。 |
| 中交郑州 | 地产集团持股 51% | 公司与合作方之间合作协议的后续履行存在较大不确定性且存在潜在法律纠纷，目前不适合注入上市公司。 |
| 中交海外 | 中房集团持股 55% | 与地方政府的合作项目，具有一定特殊性。 |
| | 地产集团持股 51% | 在中国境外从事房地产开发项目，不会与中房地产的房地产开发业务产生竞争关系。 |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

三、投资建议：利好落地、破茧重生

公司定增方案落地，中交系地产平台整合序幕开启，公司资产和资源禀赋大幅增长，同时受益于短期地产复苏，公司一季度销售大幅提升，全年结算收入有望再上台阶，在不考虑重组的情况下，我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.14、0.16 和 0.19，对应停牌期股价 PE 倍数为 97.8X、87.9X 和 72.6X；公司作为具备国资改革禀赋的小市值稀有地产标的，集团资源整合深化带来的催化有望持续不断，我们维持“买入-A”评级以及目标价 17.6 元不变。

风险提示：地产业务长期增收不增利，预案审批周期过长等。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 708.5 | 1,112.3 | 1,390.5 | 1,803.5 | 2,491.7 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 479.9 | 840.4 | 1,034.4 | 1,313.0 | 1,801.5 | 营业收入增长率 | -17.1% | 57.0% | 25.0% | 29.7% | 38.2% |
| 营业税费 | 53.9 | 80.2 | 99.8 | 127.7 | 178.3 | 营业利润增长率 | 5.5% | -63.3% | 6.5% | 17.9% | 22.1% |
| 销售费用 | 47.0 | 36.5 | 64.3 | 87.4 | 105.9 | 净利润增长率 | 25.5% | -62.4% | 49.9% | 11.3% | 21.0% |
| 管理费用 | 73.4 | 89.4 | 120.0 | 150.4 | 209.8 | EBITDA 增长率 | 3.6% | -43.0% | 14.4% | 68.9% | 51.9% |
| 财务费用 | -2.3 | 20.1 | 25.6 | 72.9 | 133.7 | EBIT 增长率 | 2.8% | -46.0% | 12.8% | 75.7% | 56.5% |
| 资产减值损失 | 0.5 | - | 0.5 | 0.5 | 0.5 | NOPLAT 增长率 | -22.9% | -39.7% | 39.4% | 75.7% | 56.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | 0.1 | -0.1 | 0.0 | 投资资本增长率 | 43.9% | 23.7% | 28.1% | 71.0% | 7.1% |
| 投资和汇兑收益 | 67.8 | -0.2 | 2.5 | 5.6 | 7.8 | 净资产增长率 | 5.0% | 0.7% | 1.3% | 1.4% | 1.7% |
| 营业利润 | 123.9 | 45.5 | 48.5 | 57.1 | 69.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -0.1 | 0.3 | 1.2 | 0.5 | 0.6 | 毛利率 | 32.3% | 24.4% | 25.6% | 27.2% | 27.7% |
| 利润总额 | 123.8 | 45.8 | 49.7 | 57.6 | 70.4 | 营业利润率 | 17.5% | 4.1% | 3.5% | 3.2% | 2.8% |
| 减:所得税 | 56.5 | 18.0 | 12.4 | 14.4 | 17.6 | 净利润率 | 10.7% | 2.6% | 3.1% | 2.6% | 2.3% |
| 净利润 | 75.7 | 28.4 | 42.6 | 47.4 | 57.4 | EBITDA/营业收入 | 18.3% | 6.7% | 6.1% | 7.9% | 8.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 17.2% | 5.9% | 5.3% | 7.2% | 8.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 固定资产周转天数 | 14 | 14 | 11 | 8 | 6 |
| 货币资金 | 549.4 | 661.5 | 1,041.6 | 389.0 | 498.3 | 流动营业资本周转天数 | 1,835 | 1,580 | 1,503 | 1,654 | 1,530 |
| 交易性金融资产 | - | - | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 流动资产周转天数 | 2,597 | 2,234 | 2,147 | 2,238 | 2,025 |
| 应收帐款 | 21.4 | 51.7 | 15.3 | 82.8 | 56.9 | 应收帐款周转天数 | 9 | 12 | 9 | 10 | 10 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 2,146 | 1,851 | 1,774 | 1,942 | 1,808 |
| 预付帐款 | 20.2 | 932.4 | 31.8 | 1,276.8 | 562.1 | 总资产周转天数 | 2,727 | 2,300 | 2,199 | 2,274 | 2,050 |
| 存货 | 5,255.1 | 6,182.0 | 7,523.7 | 11,933.5 | 13,094.4 | 投资资本周转天数 | 1,472 | 1,237 | 1,249 | 1,465 | 1,386 |
| 其他流动资产 | 48.5 | 81.3 | 63.3 | 64.4 | 69.7 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 4.5% | 1.7% | 2.4% | 2.6% | 3.1% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 1.1% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.4% |
| 长期股权投资 | 38.5 | 38.3 | 4.4 | -69.3 | -105.3 | ROIC | 2.8% | 1.2% | 1.3% | 1.8% | 1.6% |
| 投资性房地产 | 50.4 | 46.9 | 43.5 | 40.0 | 36.5 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 43.5 | 41.0 | 40.8 | 41.8 | 35.2 | 销售费用率 | 6.6% | 3.3% | 4.6% | 4.8% | 4.2% |
| 在建工程 | - | 1.8 | 2.4 | 3.2 | 4.3 | 管理费用率 | 10.4% | 8.0% | 8.6% | 8.3% | 8.4% |
| 无形资产 | 1.0 | 2.6 | 1.5 | 0.5 | - | 财务费用率 | -0.3% | 1.8% | 1.8% | 4.0% | 5.4% |
| 其他非流动资产 | 60.0 | 87.4 | 92.8 | 164.9 | 199.1 | 三费/营业收入 | 16.7% | 13.1% | 15.1% | 17.2% | 18.0% |
| 资产总额 | 6,088.1 | 8,126.9 | 8,861.3 | 13,927.5 | 14,451.4 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 150.0 | - | - | - | 1,032.5 | 资产负债率 | 51.6% | 63.4% | 66.0% | 78.1% | 78.5% |
| 应付帐款 | 458.7 | 965.5 | 416.6 | 1,578.5 | 1,153.9 | 负债权益比 | 106.4% | 173.5% | 194.5% | 356.3% | 365.5% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 5.40 | 3.55 | 5.99 | 4.23 | 3.49 |
| 其他流动负债 | 483.8 | 1,263.6 | 1,032.7 | 1,669.8 | 1,905.5 | 速动比率 | 0.59 | 0.77 | 0.79 | 0.56 | 0.29 |
| 长期借款 | 924.0 | 1,077.0 | 1,716.7 | 4,759.0 | 5,331.2 | 利息保障倍数 | -52.44 | 3.26 | 2.89 | 1.78 | 1.52 |
| 其他非流动负债 | 1,122.0 | 1,849.4 | 2,686.6 | 2,868.1 | 1,923.5 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 3,138.5 | 5,155.4 | 5,852.5 | 10,875.5 | 11,346.6 | DPS(元) | 0.02 | - | - | - | - |
| 少数股东权益 | 1,263.1 | 1,262.5 | 1,257.1 | 1,252.9 | 1,248.3 | 分红比率 | 7.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股本 | 297.2 | 297.2 | 297.2 | 297.2 | 297.2 | 股息收益率 | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 1,389.3 | 1,411.8 | 1,454.4 | 1,501.9 | 1,559.3 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,949.7 | 2,971.5 | 3,008.8 | 3,052.0 | 3,104.8 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | EPS(元) | 0.25 | 0.10 | 0.14 | 0.16 | 0.19 |
| 净利润 | 67.3 | 27.8 | 42.6 | 47.4 | 57.4 | BVPS(元) | 5.67 | 5.75 | 5.89 | 6.05 | 6.25 |
| 加:折旧和摊销 | 9.5 | 15.1 | 10.6 | 13.0 | 13.7 | PE(X) | 55.1 | 146.7 | 97.8 | 87.9 | 72.6 |
| 资产减值准备 | 0.5 | - | - | - | - | PB(X) | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.2 |
| 公允价值变动损失 | - | - | 0.1 | -0.1 | 0.0 | P/FCF | -33.2 | 29.2 | 11.8 | -6.4 | 38.3 |
| 财务费用 | 4.7 | 25.9 | 25.6 | 72.9 | 133.7 | P/S | 5.9 | 3.7 | 3.0 | 2.3 | 1.7 |
| 投资损失 | -67.8 | 0.2 | -2.5 | -5.6 | -7.8 | EV/EBITDA | 35.4 | 108.7 | 92.6 | 81.3 | 56.3 |
| 少数股东损益 | -8.4 | -0.6 | -5.4 | -4.2 | -4.6 | CAGR(%) | -13.7% | 23.8% | -7.4% | -13.7% | 23.8% |
| 营运资金的变动 | -890.3 | -650.1 | -1,161.1 | -3,842.2 | -658.8 | PEG | -4.0 | 6.2 | -13.2 | -6.4 | 3.0 |
| 经营活动产生现金流量 | -1,381.6 | -581.7 | -1,090.0 | -3,718.7 | -466.4 | ROIC/WACC | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | 159.3 | -6.5 | -4.2 | -4.5 | 3.5 | REP | 2.8 | 9.6 | 6.5 | 4.1 | 4.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 1,038.2 | 715.3 | 1,474.2 | 3,070.7 | 572.2 | | | | | | |

资料来源: 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

陈天诚声明, 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 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| | 邹玲玲 | 0755-82558183 | zoull@essence.com.cn |
| | 邓欣 | 0755-82821690 | dengxin@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034