

2016年08月31日

中天城投 (000540.SZ)

贵州地产单寡头、抢滩金融全牌照

■事件：公司公告，16年上半年公司实现营业收入104.3亿元，同比增长29.65%，实现归属上市公司股东净利润16.8亿元，同比增长17.73%，EPS为0.36元/股。

■健康稳健、后劲十足：上半年公司营收健康稳健上升，同比增长3成，公司营收的增长得益于结算规模的增长。上半年公司ROE虽有所下降，但销售毛利率高位平稳，公司整体费用率降至6.2%。公司作为贵州地产寡头，半年收官创佳绩。上半年公司地产销售金额101亿元，销售面积144万方，我们预计在金九银十的发力以及公司快周转的战略下，16年有望完成全年目标。

■设立产业基金、助力战略转型：2016年2月，公司公告拟设立中天城投集团地产基金管理公司，主要用于公司开放性地产产业的对外投资，确保在公司战略转型期间仍为主业的地产业务保持稳定收益，同时促进地产业在转型成功后适应新的战略架构，实现可持续发展，增强板块协同。同时，公司拟出资30亿元设立中天大健康产投，作为公司大健康产业的主要投资平台，逐步完善集团大健康板块的全产业链布局，助推转型战略。

■“金融全牌照”稳步发展。公司以“金融全牌照”战略稳步进展，包括证券（海际证券）、基金（中天友山基金）、保险（百安财产保险等）、银行（贵安银行）等全面发展。其中公司收购的海际证券正申请包括经纪、自营、资管等多种牌照。中天友山基金的设立申请已报送证监会，在审核反馈阶段。在保险业务上，设立华宇再保险和百安财产保险的申请已提交保监会。另外，上半年公司作为单一第一大股东发起设立贵安银行（贵州省首个民营银行），目前正进行设立相关申报筹备工作。

■公司积极开展股权、债权融资，资本结构得到优化，财务状况持续改善。公司上半年短期偿债压力明显，资产负债率有所下降，货币资金充足。股权融资方面，公司于15年12月非公开发行股票，募集资金30亿元；2016年4月公司拟再次定增（8月30日修订稿），募集资金不超过87亿元用于房地产项目投资。债权融资方面，公司15年至今累计发行公司债65亿元，累计发行中期票据14亿元；此外，16年2月公司拟发行中期票据、非公开定向债务融资工具合计分别不超过37、20亿元。在当前利率持续下行大环境下，公司有望进一步降低融资成本，优化财务结构，为未来健康稳定发展奠定基础。

■投资建议：公司为贵州地产单寡头，根植贵州30余年，是贵州省第一家上市公司，业绩增长快而稳，随着贵州大数据、大生态、大旅游三大优势长板带来的战略发展机遇，其西部区域金融中心地位凸显，公司紧握发展机遇，逐步实现从房地产向大健康、大金融产业的转型发展，全面落实“并购重组、创新发展、产融结合”。我们看好公司“开放式房地产业务模式”的积极拓展和金融板块的战略发力，预计16-18年EPS为0.76、0.96、1.12，对应当前股价PE为9.1X、7.2X、6.2X，首次覆盖，给予“买入-A”评级，6个月目标价9.88元。

■风险提示：利润下滑，新业务业绩不及预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	11,390.9	15,386.1	21,586.7	26,400.5	32,504.3
净利润	1,603.6	2,606.8	3,551.9	4,494.5	5,241.6
每股收益(元)	0.34	0.56	0.76	0.96	1.12
每股净资产(元)	1.56	2.69	3.43	4.43	5.40

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	20.2	12.4	9.1	7.2	6.2
市净率(倍)	4.4	2.6	2.0	1.6	1.3
净利润率	14.1%	16.9%	16.5%	17.0%	16.1%
净资产收益率	22.0%	20.7%	22.1%	21.6%	20.7%
股息收益率	1.1%	2.9%	0.0%	0.0%	1.9%
ROIC	10.9%	18.9%	18.0%	19.9%	34.8%

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

园区

投资评级 买入-A

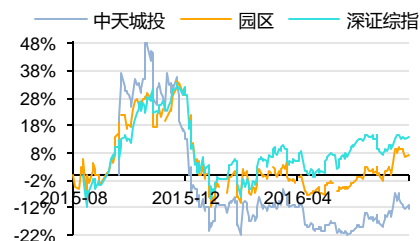
首次评级

6个月目标价：9.88元
 股价(2016-08-30) 6.90元

交易数据

总市值(百万元)	32,354.00
流通市值(百万元)	27,060.87
总股本(百万股)	4,688.98
流通股本(百万股)	3,921.86
12个月价格区间	6.12/12.01元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.34	-1.83	-15.27
绝对收益	6.81	10.93	-0.7

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515100001

chentc@essence.com.cn

021-35082325

相关报告

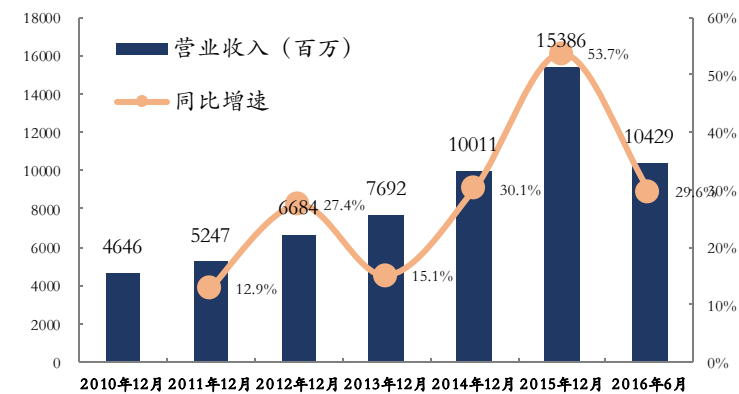
事件

公司公告，16年上半年公司实现营业收入104.3亿元，同比增长29.65%，实现归属上市公司股东净利润16.8亿元，同比增长17.73%，EPS为0.36元/股。

1. 健康稳健、后劲十足

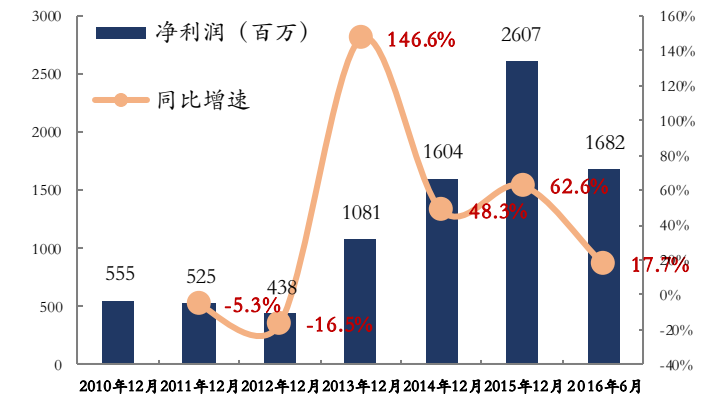
营收健康稳健上升，同比增长3成。16年上半年公司实现营业收入104.3亿元，同比增长29.6%；实现归属上市公司股东净利润16.8亿元，同比增长17.7%；公司营收的增长得益于结算规模的增长。公司近年提出了“大金融、大健康、特色精品地产”战略，以及“并购重组、创新发展、产融结合”为目标，即使在积极谋求转型及多元发展的同时，地产目前仍然作为主要盈利点，并在转型后“可持续发展”，因此作为贵州地产龙头，在转型过程中经营业绩基本能保持平稳上升。

图1：16年上半年实现营收104.3亿元，同比增长29.6%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

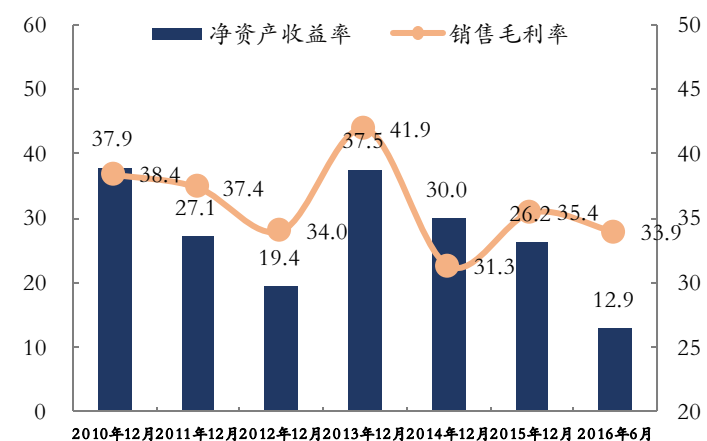
图2：归属于母公司股东净利润16.8亿，同比增加17.7%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

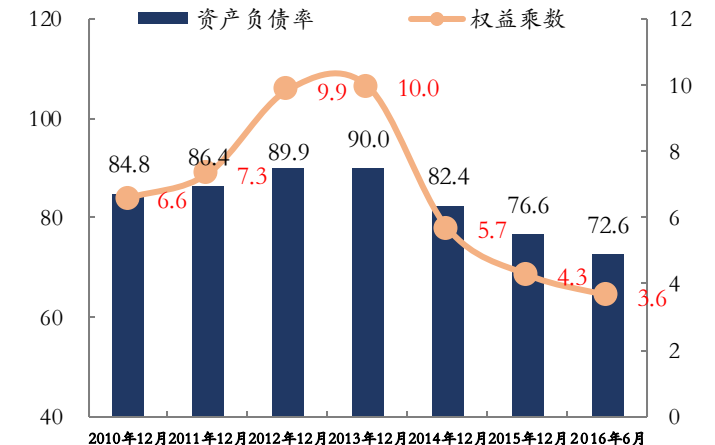
ROE有所下降、销售毛利率高位平稳。16年上半年公司ROE为12.9%，较上年同期下滑约5个百分点；销售毛利率为33.9%，较上年同期的33.88%保持平稳；公司深耕贵州，而贵州正迎新发展机遇——国务院批复设立“贵州内陆开放型经济试验区”、“全国第一批生态文明试验区”，为贵州做强以大数据、大生态、大旅游三大优势长板和推动以金融业为核心的现代服务业带来难得的战略发展机遇和产业发展机会。随着区域发展产业发展带来房地产市场的繁荣，我们认为未来公司房地产销售毛利率仍有望持续甚至走高。此外，公司资产负债率稳步下滑至72.6%，资产结构日益健康。

图3：ROE有所下降，销售毛利率保持平稳 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

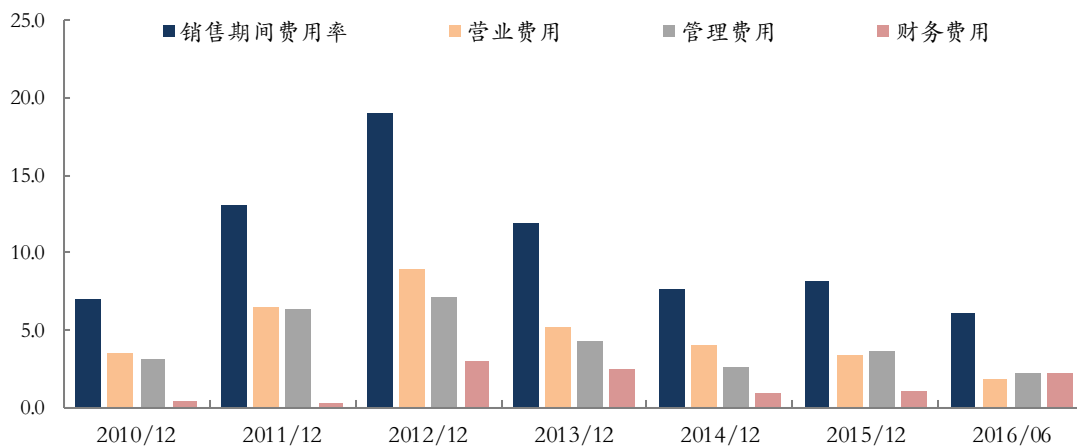
图4：资产负债率、权益乘数稳步下滑 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

三费率上，公司整体费用率降至 6.2%。其中，财务费用率升至 2.2%，财务费用率的增加主要源于不能资本化的利息增加。虽因合并范围和销售投入增加导致销售费用整体上升 17.34%，但其增速不及营业收入增速，因此销售费率较上年有所下降；此外，虽然随着经营规模增加及战略转型导致合并范围增加，管理费用同比增长 36.54%，但营收增长的高速增长缓解了费用率的增长。总体而言，三费比例呈持续下降态势。

图 5：整体费用率下降（亿）



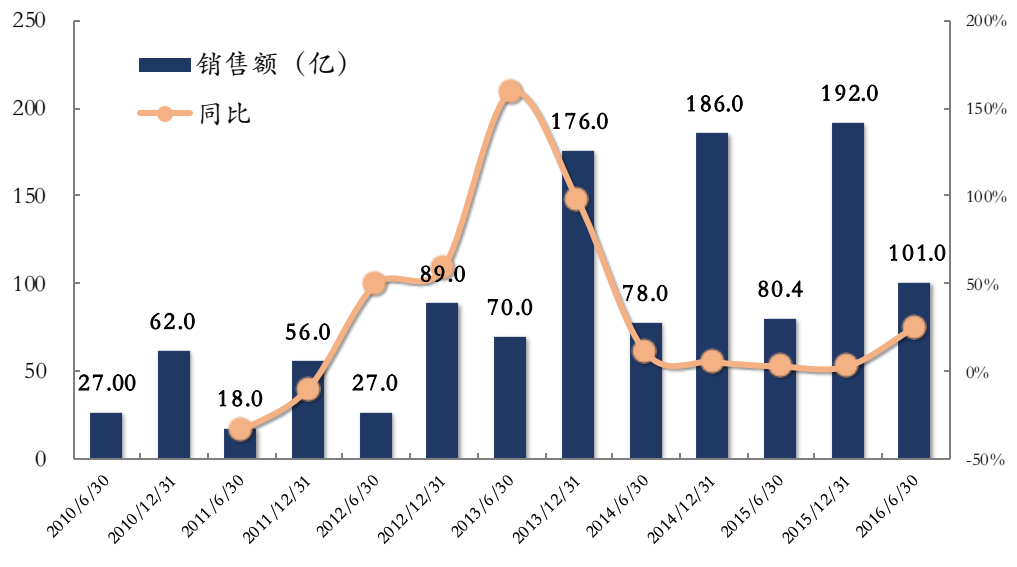
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 贵州地产寡头、金融全牌照战略再加码

2.1. 销售又佳绩

半年收官创佳绩，销售金额 101 亿元，销售面积 144 万方。16 年上半年，公司实现销售收入 101 亿元，同比增长 25.6%（前值 3.1%）。上半年实现全年目标 240 亿的 42%，我们预计在金九银十的发力以及公司快周转的战略下，16 年有望完成全年目标。公司在全国房地产宽松大环境下，继续进行“传统开发去库存、开放性地产扩增量”，加快周转。公司各核心项目稳固占据贵阳市住宅、商业地产销售龙头地位；保障房项目上半年开发建设及销售情况良好；地产业务实现持续增长，进一步夯实公司战略转型升级业绩基础。贵阳地区的主要项目有：渔安安井温泉旅游城“未来方舟”、贵阳国际金融中心、中天会展城、中天世纪新城的九十组团、渔安安井片区的 BCD 组团、中天花园三期、白岩脚保障房、渔安安井片区 E 组团保障房；南京地区项目为仙林中天铭廷；遵义地区项目为万里湘江的 A 组团。公司项目结算面积合计 160 万平方米，车位 2307 个。截止目前，公司在建的房地产开发项目占地面积 499 万平方米，总建筑面积为 1963 万平方米，报告期末累计已竣工建筑面积为 1136 万平方米；报告期内项目投资 78 亿元。

图 6: 销售额 101 亿, 同比增速 25.6%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.2. “金融全牌照” 战略再加速

表 1: “金融全牌照” 战略再加速

对象	事件	主营	意义
海际证券	迁址至贵阳, 成为正积极申请包括经纪业务、自营业务、资管业务等在贵州省第一家民营内的新业务牌照; 筹划在北京、上海等新设分公司; 并将组建新的团队, 打造具有创新能力的管理团队。机构体系建设的重大突破	是贵州省“十三五规划”	
贵州金融城项目	数据交易所、互联网金融特区、众筹金融交易所均落户贵州金融城, 已吸引了 60 余家创新金融业务、众筹金融、大数据征信、移动支付等创新金融企业入驻, 一条完整的金融产业链已基本成型。	已有 150 多家银行、金融机构、律师事务所、会计师事务所等金融服务性企业入驻; 全国首个大	
中天友山基金管理公司	设立申请已报送中国证监会, 目前处于审核反馈阶段		
华宇再保险股份有限公司	筹备组已将设立申请文件提交中国保险监督管理委员会审批, 目前处于按照保监会要求进行材料补充阶段		
百安互联网保险(贵安新区)股份有限公司	筹备组经国家工商总局核准及贵州贵安新区工商局备案登记, 已将拟设立公司名称变更为百安财(贵安新区)财产保险股份有限公司, 公司已收到由国家工商总局和贵州贵安新区行政审批局分别出具的《企业名称预先核准通知书》, 目前处于保监会审核设立申请阶段。		
普惠金融领域——合石电子商务有限公司	公司以规范业务构架和强化风控体系为工作重点, 基于法人金融机构公司治理体系及管理运营模式, 强化对已有金融资产的风控模式、业务体系、团队建设及企业文化进行提升, 形成与普惠金融特征相适应的管理模式。合石电子商务有限公司于 2016 年 3 月获得《中华人民共和国增值电信业务经营许可证》, 并于 7 月通过贵州省通信管理局审核, 达到银监会发布《网络借贷资金存管业务指引(征求意见稿)》规定的要求。		
贵安银行股份有限公司	公司全资子公司贵阳金控作为单一第一大股东, 发起设立贵州省首个民营银行——贵安银行股份有限公司, 贵阳金控拟出资 6 亿, 占注册资本的 30%。目前, 以贵州省政府、贵州省金融办、贵州银监局为牵头单位, 并联合各参与发起人共同成立贵安银行筹备组, 正根据银监会要求完相关申报筹备工作。		

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司以“金融全牌照”战略稳步进展, 包括证券(海际证券)、基金(中天友山基金)、

保险（百安财产保险等）、银行（贵安银行）等全面发展。目前公司收购的海际证券已迁址贵阳，目前正申请包括经纪、自营、资管等多种牌照。在基金业务上，中天友山基金管理公司的设立申请已报送证监会，在审核反馈阶段。在保险业务上，设立华宇再保险和百安财产保险的申请已提交保监会。另外，上半年公司作为单一第一大股东发起设立贵安银行（贵州省首个民营银行），目前正进行设立相关申报筹备工作。

2.3. 融资渠道拓展、资本结构优化

2015 年以来，公司积极开展股权、债权融资，资本结构得到优化，财务状况持续改善。公司短期偿债压力明显，资产负债率有所下降，货币资金充足。股权融资方面，公司于 15 年 12 月非公开发行股票，募集资金 30 亿元；2016 年 4 月，公司拟再次发行股票，募集资金不超过 127 亿元，用于房地产项目投资及偿还银行贷款。债权融资方面，公司 15 年至今累计发行公司债 65 亿元，累计发行中期票据 14 亿元，最低利率为 7%；此外，16 年 2 月公司拟发行中期票据不超过 37 亿元，拟发行非公开定向债务融资工具不超过 20 亿元。在当前利率持续下行大环境下，公司有望进一步降低融资成本，优化财务结构，为未来健康稳定发展奠定基础。

表 2：债权融资情况

时间	事项	规模	利率
2015-09-28	非公开发行 2015 年公司债券（第一期）	4 亿元	8%
2015-10-15	2015 年度第一期中期票据	14 亿元	7%
2015-11-19	非公开发行 2015 年公司债券（第二期）	11.6 亿元	8.5%
2015-12-04	非公开发行 2015 年公司债券（第三期）	11 亿元	8%
2015-12-29	非公开发行 2015 年公司债券（第四期）	20 亿元	8%
2016-01-20	非公开发行 2016 年公司债券（第一期）	14 亿元	8%
2016-02-04	拟发行中期票据	不超过 37 亿元	-
2016-02-04	拟发行非公开定向债务融资工具	不超过 20 亿元	-
2016-03-22	非公开发行 2016 年公司债券（第二期）	1 亿元	8%
2016-03-22	非公开发行 2016 年公司债券（第三期）	3.4 亿元	7.5%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

股权融资方面，公司今年再启动定增方案。拟募集资金用于假日方舟一期项目和未来方舟世界贸易中心项目。日前，公司公布修订案，拟募集资金从 127 亿更变为 98 亿。

表 3：股权融资情况

时间	事项	规模
2015-12-30	非公开发行股票获准	30 亿元
2016-04-27	2016 年度非公开发行 A 股股票预案	不超过 127 亿元
2016-08-30	2016 年度非公开发行 A 股股票_修订	不超过 98 亿元

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.4. 二次股权激励、成长蓄势待发

2015 年 11 月，公司启动第二期限限制性股票激励计划，向 383 名激励对象授予限制性股票 7759 万股，占公司总股本 1.8%。此次限制性股票的授予价格为 5.13 元/股，股票来源为公司向激励对象定向发行新股。激励对象持有的限制性股票分四次解锁，锁定期分别为授予之日起的 1 年、2 年、3 年和 4 年，四次解锁的比例均为 25%。2015 年 12 月，此次授予的限制性股票总数调整为 6041 万股，授予对象调整为 299 人。解锁条件：ROE 为 19.5%、净利润 2015-2018 增速 80%、134%、204%、295%。

表 4：第二期限制性股票分配情况调整后

激励对象类别	认购的限制性股票数量 (万股)	约占本次授予总数的比例 (%)	约占公司总股本的比例 (%)
中层管理人员、核心技术和管理人员及其他 (299 人)	6041	87.78%	1.4%
预留部分	841	12.22%	0.19%
合计	6882	100%	1.59%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.5. 设立产业基金、助力战略转型

2016 年 2 月，公司拟设立中天城投集团地产基金管理公司，由公司作为 LP，自然人张琢、王焘作为 GP 出资。中天地产基金资本规模 5000 万元，公司出资 70%，即 3500 万元，自然人张琢、王焘各出资 15%，即 750 万元。

表 5：地产基金情况

基金项目	中天城投集团地产基金管理公司	
采取方式	LP+GP 方式设立	
认缴出资额	5000 万元	
有限合伙人	出资额	出资比例
中天城投集团股份有限公司	3500 万元	70%
普通合伙人	出资额	出资比例
张琢	750 万元	15%
王焘	750 万元	15%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

地产基金的设立主要用于公司开放性地产产业的对外投资，是对房地产业务的创新，公司通过开放性房地产业务确保在公司战略转型期间仍为主营业务的房地产业务保持稳定的经营收益，同时促进房地产业务在公司战略转型成功后适应新的战略架构，实现房地产业务的可持续发展，增强各战略板块的协同效应。

2016 年 2 月，公司拟出资 30 亿元设立中天大健康产业投资有限公司，注册完成后，大健康产业投资公司拟以自有资金设立贵州大健康产业投资母基金。LP 为中天大健康产业投资公司，GP 为贵州大健康产业投资管理中心。大健康产业投资公司出资不低于 1 亿元，大健康产业投资管理中心出资不低于总认缴出资额的 0.1%。

表 6：大健康基金情况

基金项目	贵州大健康产业投资基金	
采取方式	LP+GP 方式设立	
认缴出资额	-	
有限合伙人	出资额	出资比例
中天大健康产业投资公司	不低于 1 亿元	-
普通合伙人	出资额	出资比例
贵州大健康产业投资管理中心	-	不低于 0.1%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

大健康产投是公司大健康产业的主要投资平台，大健康产业的对外投资将夯实集团大健康产业的基础，逐步完善集团大健康板块的全产业链布局，助推集团大健康转型战略。

3. 投资建议

公司为贵州地产单寡头,根植贵州 30 余年,是贵州省第一家上市公司,业绩增长快而稳,随着贵州大数据、大生态、大旅游三大优势长板带来的战略发展机遇,其西部区域金融中心地位凸显,公司紧握发展机遇,逐步实现从房地产向大健康、大金融产业的转型发展,全面落实“并购重组、创新发展、产融结合”。我们看好公司“开放式房地产业务模式”的积极拓展和金融板块的战略发力,预计 16-18 年 eps 为 0.76、0.96、1.12,对应当前股价 PE 为 9.1X、7.2X、6.2X,首次覆盖,给予“买入-A”评级,6 个月目标价 9.88 元。**风险提示:**利润下滑,新业务业绩不及预期。

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	11,390.9	15,386.1	21,586.7	26,400.5	32,504.3	成长性					
减:营业成本	7,826.6	9,933.5	13,707.5	16,334.0	20,315.2	营业收入增长率	50.4%	35.1%	40.3%	22.3%	23.1%
营业税费	1,009.5	1,530.9	1,845.7	2,378.7	2,980.6	营业利润增长率	20.0%	61.4%	47.9%	37.5%	21.2%
销售费用	462.7	521.2	1,163.8	1,188.5	1,409.2	净利润增长率	48.3%	62.6%	36.3%	26.5%	16.6%
管理费用	296.0	562.8	800.9	940.7	1,099.5	EBITDA 增长率	12.2%	57.8%	41.3%	35.2%	20.3%
财务费用	108.5	163.3	101.9	88.9	82.0	EBIT 增长率	12.8%	60.7%	43.0%	36.2%	20.7%
资产减值损失	31.3	32.6	31.1	36.0	32.7	NOPLAT 增长率	15.3%	91.4%	31.0%	29.6%	16.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.3%	37.3%	16.9%	-33.5%	57.2%
投资和汇兑收益	8.5	45.4	38.9	30.9	38.4	净资产增长率	109.0%	69.7%	26.9%	28.6%	21.4%
营业利润	1,664.9	2,687.3	3,974.7	5,464.7	6,623.5	利润率					
加:营业外净收支	466.0	233.2	360.0	303.1	376.4	毛利率	31.3%	35.4%	36.5%	38.1%	37.5%
利润总额	2,130.8	2,920.5	4,334.7	5,767.8	6,999.9	营业利润率	14.6%	17.5%	18.4%	20.7%	20.4%
减:所得税	528.5	306.2	779.8	1,268.9	1,750.0	净利润率	14.1%	16.9%	16.5%	17.0%	16.1%
净利润	1,603.6	2,606.8	3,551.9	4,494.5	5,241.6	EBITDA/营业收入	16.6%	19.4%	19.5%	21.6%	21.1%
						EBIT/营业收入	15.6%	18.5%	18.9%	21.0%	20.6%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	100	80	56	47	38
货币资金	5,203.9	8,354.9	8,740.2	19,970.6	15,807.7	流动营业资本周转天数	321	294	262	183	156
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,096	956	760	733	689
应收账款	1,273.1	1,589.2	2,519.0	2,712.1	3,512.3	应收帐款周转天数	39	33	34	36	34
应收票据	-	0.6	0.1	0.3	0.4	存货周转天数	877	739	562	483	440
预付帐款	1,014.5	591.2	1,396.2	808.7	1,730.4	总资产周转天数	1,262	1,156	936	871	804
存货	30,138.5	33,011.9	34,383.6	36,487.9	42,967.2	投资资本周转天数	408	376	336	247	206
其他流动资产	249.3	294.6	216.6	253.5	254.9	投资回报率					
可供出售金融资产	131.1	923.4	527.3	725.4	626.3	ROE	22.0%	20.7%	22.1%	21.6%	20.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	4.7%	6.3%	6.3%	7.1%
长期股权投资	53.1	2,173.2	2,885.2	3,803.1	5,053.2	ROIC	10.9%	18.9%	18.0%	19.9%	34.8%
投资性房地产	254.2	245.8	295.4	303.1	319.4	费用率					
固定资产	3,476.9	3,374.7	3,381.8	3,451.1	3,386.0	销售费用率	4.1%	3.4%	5.4%	4.5%	4.3%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	2.6%	3.7%	3.7%	3.6%	3.4%
无形资产	154.3	157.1	156.2	155.3	154.4	财务费用率	1.0%	1.1%	0.5%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	1,446.0	4,683.6	2,341.0	2,219.8	565.8	三费/营业收入	7.6%	8.1%	9.6%	8.4%	8.0%
资产总额	43,395.0	55,400.1	56,842.6	70,890.7	74,378.0	偿债能力					
短期债务	-	1,734.7	1,543.0	1,543.0	1,543.0	资产负债率	82.4%	76.6%	71.1%	70.1%	65.4%
应付帐款	6,919.5	8,018.0	6,955.9	14,849.9	11,770.7	负债权益比	468.3%	327.5%	245.4%	235.0%	189.4%
应付票据	1,190.0	1,650.0	2,157.7	2,135.8	3,461.3	流动比率	1.38	1.51	1.66	1.60	1.71
其他流动负债	19,289.1	17,687.9	17,880.4	19,153.6	20,761.2	速动比率	0.28	0.37	0.45	0.63	0.57
长期借款	7,461.2	5,869.0	5,869.0	5,869.0	5,869.0	利息保障倍数	16.34	17.46	40.01	62.45	81.81
其他非流动负债	899.8	7,482.4	5,954.7	6,126.6	5,202.2	分红指标					
负债总额	35,759.6	42,442.0	40,360.6	49,678.0	48,607.4	DPS(元)	0.07	0.20	-	-	0.13
少数股东权益	335.0	342.6	345.6	350.0	358.2	分红比率	21.5%	35.9%	0.0%	0.0%	12.0%
股本	1,717.2	4,683.1	4,689.0	4,689.0	4,689.0	股息收益率	1.1%	2.9%	0.0%	0.0%	1.9%
留存收益	5,583.1	8,254.1	11,409.8	16,102.4	20,617.2						
股东权益	7,635.3	12,958.2	16,444.4	21,141.3	25,664.4						
						现金流量表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,602.3	2,614.3	3,551.9	4,494.5	5,241.6	EPS(元)	0.34	0.56	0.76	0.96	1.12
加:折旧和摊销	127.1	148.9	142.6	151.2	154.6	BVPS(元)	1.56	2.69	3.43	4.43	5.40
资产减值准备	31.3	32.6	37.6	33.8	34.7	PE(X)	20.2	12.4	9.1	7.2	6.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	2.6	2.0	1.6	1.3
财务费用	101.0	156.9	101.9	88.9	82.0	P/FCF	-28.9	7.3	-20.7	2.7	-8.2
投资损失	-8.5	-45.4	-38.9	-30.9	-38.4	P/S	2.8	2.1	1.5	1.2	1.0
少数股东损益	-1.3	7.6	3.0	4.4	8.3	EV/EBITDA	14.0	16.3	9.0	4.6	4.3
营运资金的变动	232.2	-5,311.7	-1,538.5	6,518.2	-7,960.3	CAGR(%)	41.1%	26.2%	48.7%	41.1%	26.2%
经营活动产生现金流量	1,599.0	-97.3	2,259.6	11,260.1	-2,477.5	PEG	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-159.0	-4,771.4	236.6	-394.3	32.5	ROIC/WACC	1.6	2.8	2.7	3.0	5.2
融资活动产生现金流量	-648.7	8,572.9	-2,110.9	364.6	-1,717.8	REP	1.2	0.9	0.6	0.6	0.3

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
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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
	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 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034