

2017年01月23日

华鑫股份 (600621.SH)

## 上海混改花落华鑫，精品券商转型升级

■事件：根据公司公告，华鑫股份拟通过重大资产重组，注入华鑫证券92%股权。本次交易完成后，华鑫证券将成为华鑫股份的全资子公司，华鑫股份的主营业务转变为以证券业务为主、少量持有型物业出租管理及其他业务为辅的局面，不再从事房地产开发业务。

■华鑫证券业务结构更加优化。公司前期侧重发展对资本金占用较低的业务，经纪业务（占比42%）和投行业务（占比32%）是华鑫证券的主要收入来源，使得利润波动较大，未来依托上市公司平台，融资渠道得到拓宽，资本金得到补充，公司信用交易业务、自营业务等将快速发展，业务结构更加优化。

(1) 经纪业务扩充网点，市场份额稳步提升。近三年来华鑫证券营业网点从21家扩张至60家，市场份额稳步提升至0.34%，佣金率持续下滑，2016年前8个月公司佣金率为万分之四.八五，但下滑幅度有所放缓，预计经纪业务市场份额将保持平稳，佣金率维持在0.04%左右。

(2) 资本金补充，信用业务加速发展。公司融资融券业务发展整体比较稳定，截至2016年12月底公司融资融券余额达到34.7亿元，市场占有率为0.36%，此次募集资金将有8亿元投入信用交易业务，有助于公司融资融券业务的加速发展，市场份额有望达到0.4%。

(3) 中外合作开展投行业务，股债承销具备优势。华鑫证券投行业务主要依托与摩根士丹利共同设立的子公司摩根华鑫开展，中外合资优势明显，投行业务成为华鑫证券的第二大收入来源，2016年前8个月华鑫证券实现投行收入2.9亿元，占总营业收入的33%。凭借中外合资的独特竞争优势，公司承销能力不断提升，2015年公司债券主承销金额列全行业第11名，公司股票主承销金额列全行业第14名，2017年IPO继续提速有助于承销业务稳健发展。

(4) 资管业务差异化发展，设立公募促进协同。2014年以来华鑫证券资管业务高速增长，截至2016年8月底受托资产管理规模为1124亿元，较2014年末增长近十倍。公司在资管业务方面实现差异化发展，截至2016年8月末公司资产证券化产品数量已备案7单，全行业排名17，公司作为第一大股东与摩根士丹利等机构共同设立摩根士丹利华鑫基金，2016年初以来基金公司资产规模维持在270亿左右，位于行业中上游，2016年前8月为华鑫证券贡献超过450万元收入，差异化的发展路径有利于形成独特的竞争力。

(5) 权益投资占比高，自营业务收入弹性大。截止2016年8月末华鑫证券权益类自营规模为4.66亿元，而债券类自营规模为3.7亿元，权益类自营规模超过债券类自营规模，权益类投资占比较高能为自营业务带来较大弹性，定增资金将有2亿元被投入自营业务，如果市场企稳，自营业务业绩将有明显的改善。

■定增提升资本实力，改善业绩表现。华鑫证券目前净资产约为36亿，此次募集配套资金约12亿，公司资本实力将得到提升，中小券商在机制方面更加灵活，运营效率较高，在净资本得到补充之后，业绩有望迎来大幅增长。

■股东资源丰富，深化产融结合。重大资产重组完成后，华鑫股份将成为上海仪电集团唯一金融上市平台，上海仪电集团旗下140多家企业有望为华鑫证券提供较多的业务合作机会，2015年6月8日华鑫证券与上海仪电集团旗下飞乐音响及建设银行上海分行联合成立了智慧城市产业基金，规模达到25亿，未来产融结合将更加深化。

■投资建议：增持-A投资评级，6个月目标价16.8元。预计完成重大资产重组之后，华鑫股份2017年至2018年EPS每股收益分别为0.43元/0.62元。

■风险提示：宏观经济大幅下行/市场交易量大幅萎缩/重大资产重组失败。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	597.4	365.3	493.2	1,963.0	2,542.0
净利润	154.7	130.4	151.8	453.9	658.4
每股收益(元)	0.30	0.25	0.29	0.43	0.62
每股净资产(元)	3.35	3.53	3.65	7.07	7.51

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	45.8	54.3	46.6	31.6	21.8
市净率(倍)	4.0	3.8	3.7	1.9	1.8
净利润率	25.9%	35.7%	30.8%	23.1%	25.9%
净资产收益率	8.8%	7.0%	7.9%	6.0%	8.3%
股息收益率	0.7%	0.6%	0.6%	1.0%	1.4%
ROIC	14.7%	8.8%	10.8%	52.5%	9.6%

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

其他元器件

投资评级 增持-A

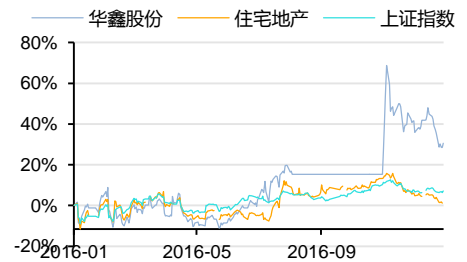
首次评级

6个月目标价：16.8元  
股价(2017-01-20) 13.51元

### 交易数据

总市值(百万元)	7,080.35
流通市值(百万元)	7,080.35
总股本(百万股)	524.08
流通股本(百万股)	524.08
12个月价格区间	9.27/17.46元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.2	12.2	25.1
绝对收益	-7.66	13.24	33.52

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaoxh3@essence.com.cn  
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn  
021-35082968

檀天

报告联系人

tantian@essence.com.cn  
021-35082392

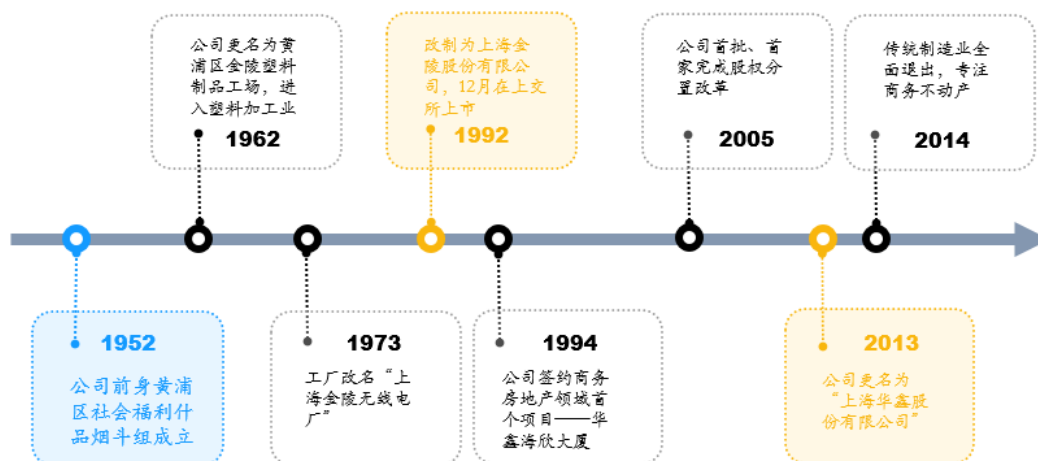
### 相关报告

## 1. 公司基本情况

### 1.1. 发展沿革

华鑫股份成立于 1952 年，前身为上海金陵股份有限公司。公司 1992 年在上海证交所挂牌交易，上市后经历了多次股权结构变更，2013 年公司由上海金陵股份有限公司正式更名为上海华鑫股份有限公司，主营业务为房地产开发经营、投资管理、机电产品生产销售等。

图 1：华鑫股份历史悠久，历经多次改革

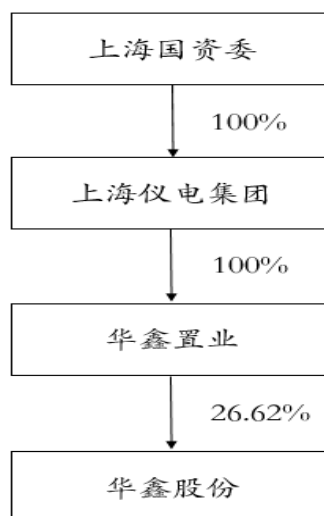


资料来源：华鑫股份官网，安信证券研究中心

### 1.2. 股东结构

公司实际控制人为上海国资委。公司大股东为华鑫置业，截至 2016 年三季度华鑫置业持有公司 26.62% 股权。上海国资委持有上海仪电集团 100% 股权，而上海仪电集团持有华鑫置业 100% 股权，因而上海国资委为公司实际控制人。国华人寿为公司第二大股东，持有公司 10% 股权。

图 2：公司实际控制人为上海国资委



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1: 华鑫股份 2016 年三季度前十大股东明细

股东名称	持股比例	股东性质
华鑫置业（集团）有限公司	26.62%	国有法人
国华人寿保险股份有限公司-分红三号	10%	境内非国有法人
上海由由（集团）股份有限公司	2.33%	境内非国有法人
绿地金融投资控股集团有限公司	11.86%	境内非国有法人
上海益民食品一厂（集团）有限公司	1.30%	国有法人
中国工商银行股份有限公司-南方大数据 100 指数证券投资基金	0.97%	境内非国有法人
中国工商银行股份有限公司-易方达安心回报债券型证券投资基金	0.95%	境内非国有法人
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	0.48%	境内非国有法人
顾焯娟	0.48%	境内自然人
香港中央结算有限公司	0.38%	境外法人

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

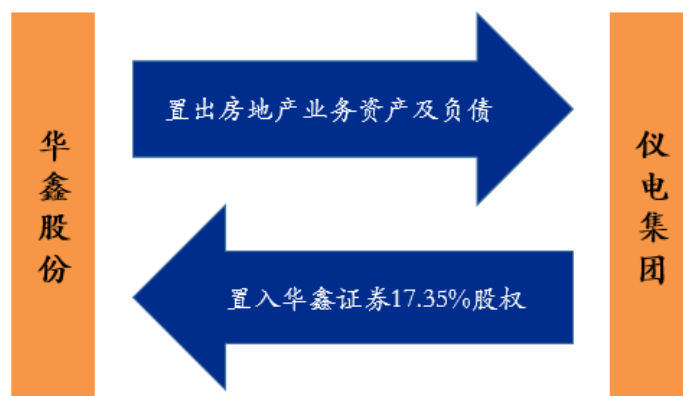
## 2. 重组方案：剥离地产业务，主营转型证券

本次重大资产重组方案由重大资产置换、发行股份购买资产及募集配套资金三部分组成，拟注入资产为华鑫证券 92% 股权，交易价格定为 49.27 亿元。本次交易完成后，华鑫证券将成为华鑫股份的全资子公司，华鑫股份的主营业务转变为以证券业务为主、少量持有型物业出租管理及其他业务为辅的局面，不再从事房地产开发业务。

### 2.1. 重大资产置换

华鑫股份拟置出公司持有的房地产开发业务资产及负债，同时置入仪电集团持有的华鑫证券 66% 股权的等值部分。根据评估，截至 2016 年 8 月 31 日，全部拟置出资产的交易价格为 92,923.35 万元，相当于注入资产 17.35% 的股权。

图 3: 置出房地产业务资产、置入证券资产

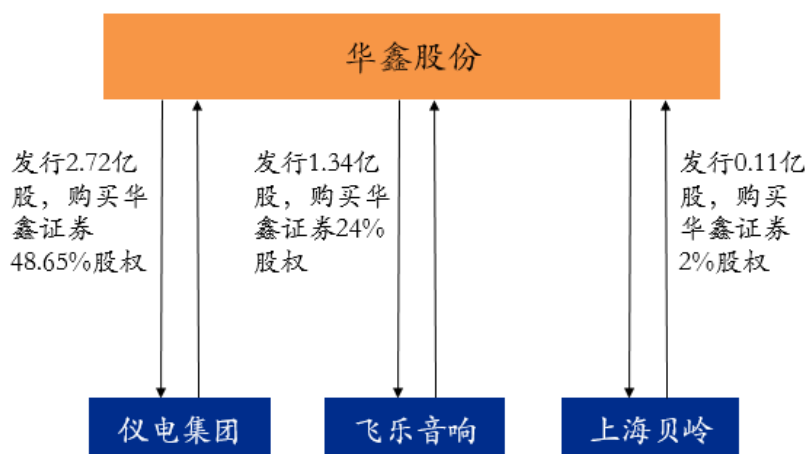


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.2. 发行股份购买资产

华鑫股份此次重组方案拟共置入华鑫证券 92% 股权，资产置换差额部分由公司向仪电集团发行股份购买资产，同时公司向飞乐音响发行股份购买华鑫证券 24% 股权，向上海贝岭发行股份购买华鑫证券 2% 股权。

图 4：发行股份购买华鑫股份股权



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.3. 募集配套资金

公司拟募集配套资金 12.72 亿元，发行对象为仪电集团、国盛资产、中国太保股票主动管理型产品，发行价格为 10.6 元/股，募集资金将用于补充华鑫证券资本金。

表 2：认购对象认购股份数量及金额

发行对象	认购金额（万元）	认购股份数（股）
仪电集团	21,200	20,000,000
国盛资产	63,600	60,000,000
中国太保股票主动管理型产品	42,400	40,000,000
合计	127,200	120,000,000

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：募集资金用途

项目名称	项目情况	募集资金计划使用金额（亿元）
开展信用交易类创新业务	拟扩大融资融券业务的规模和股票质押式回购交易规模，两项业务合计约 8.00 亿元。	8.00
扩大证券投资业务规模	计划安排约 2.72 亿元资金用于增加证券投资业务规模，包括自营投资和新三板做市业务。	2.72
发展财富与资产管理业务	未来主动管理型资产管理计划自有资金参与部分规模将扩大 2.00 亿元。	2.00
合计		12.72

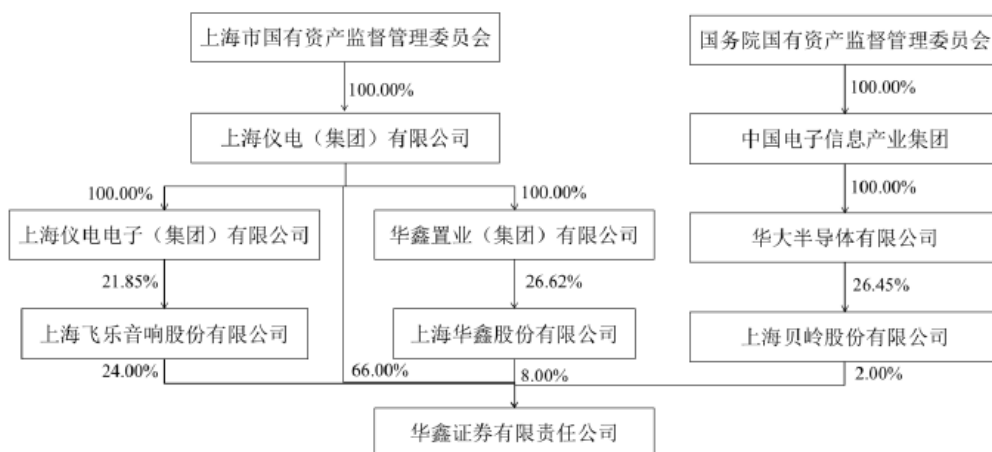
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 3. 资本金丰厚，业务发展强劲

### 3.1. 华鑫证券发展沿革

2001 年，西安证券与无锡证券合并，并在此基础上扩股组建了华鑫证券。经历了多次股权变更及增资之后，华鑫证券的控股股东为仪电集团，实际控制人为上海市国资委。

图 5：华鑫证券实际控制人为上海市国资委

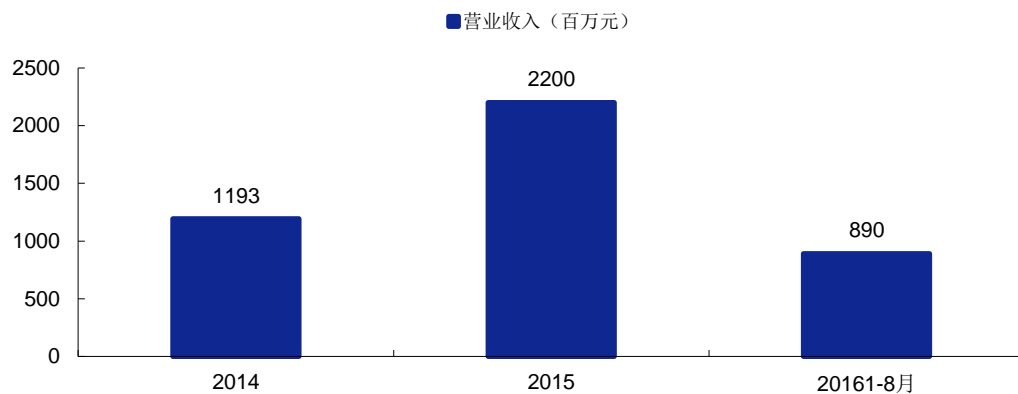


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.2. 收入结构将更多元化

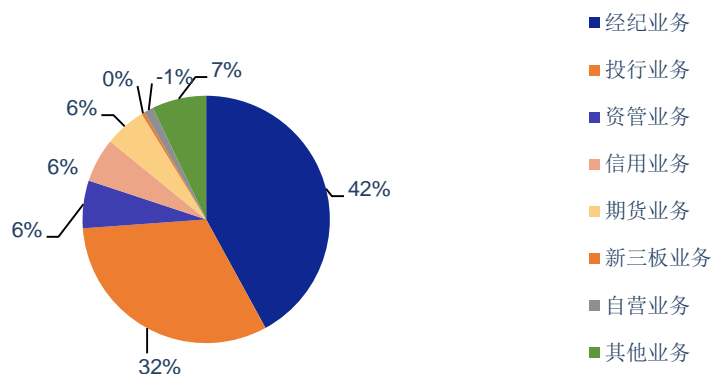
2015 年华鑫证券实现营业收入 22 亿元，同比增长 84%。结构来看，经纪业务及投行业务是公司主要的收入来源，分别占到公司营业收入的 42%、32%。在资本实力较薄弱的阶段，公司侧重发展对资本金占用较低的经纪及投行业务，未来随着资本金的补充，公司业务结构将会更加优化。

图 6：营业收入高速增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：经纪、投行业务是公司主要收入来源



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司资本规模限制了业务发展。2015 年公司净资本排名行业第 84 位，处于中下水平。资本金占用较少的经纪业务及投行业务收入排名较为靠前，分别为 58 位及 35 位，处于行业中上水平，而资管及证券投资业务收入排名靠后。

表 4：公司经营指标基本高于规模指标

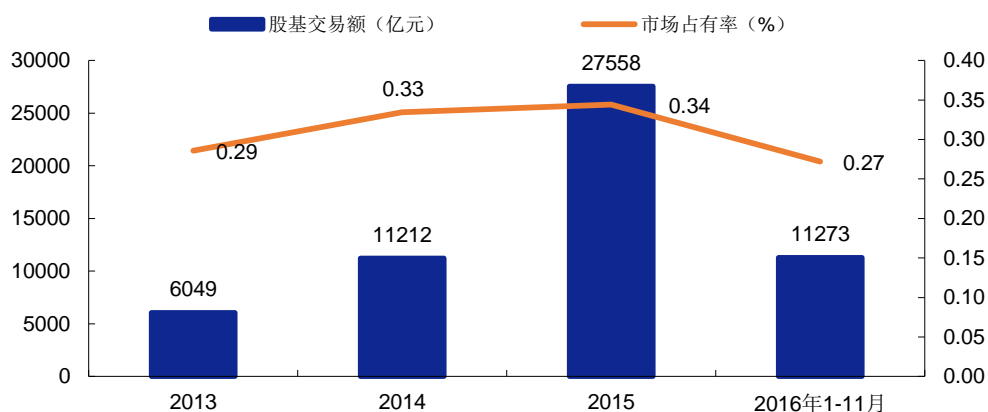
规模指标	规模数据 (万元)	排名
总资产	1,798,694	67
净资产	336,645	75
净资本	226,026	84
经营指标	经营数据 (万元)	排名
营业收入	150,852	78
净利润	47,283	79
净资本收益率	17.62%	73
代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁)	97,089	58
受托资产管理业务净收入	4,113	68
投资银行业务净收入	52,145	35
融资融券业务利息收入	31,465	58
证券投资收入	20,888	78

资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

扩充营业网点，市场占有率稳定。华鑫证券积极扩充营业网点，近 3 年内营业网点从 21 家扩张至超过 60 家，覆盖全国 40 多个城市，扩大了业务拓展范围，布局得到优化，公司市场占有率从 2013 年的 0.29% 稳步提升至 2015 年的 0.34%，2016 年 1 至 11 月市场占有率略有下滑至 0.27%。



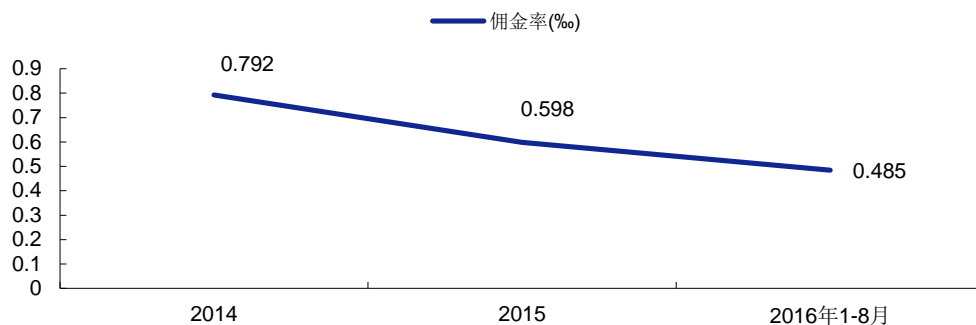
图 8：经纪业务市场占有率较为稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**佣金率下滑幅度放缓。**随着互联网券商的冲击，市场化竞争加剧，券商行业整体佣金率不断下滑。2016 年前 8 个月公司佣金率为万分之四点八五，但下滑幅度有所放缓。公司营业部主要集中在佣金率市场化程度较高地区导致公司佣金率接近行业平均水平，截至 2015 年底，华鑫证券的 59 家营业部中，有 18 家在北京、上海、深圳，占比达到 31%。

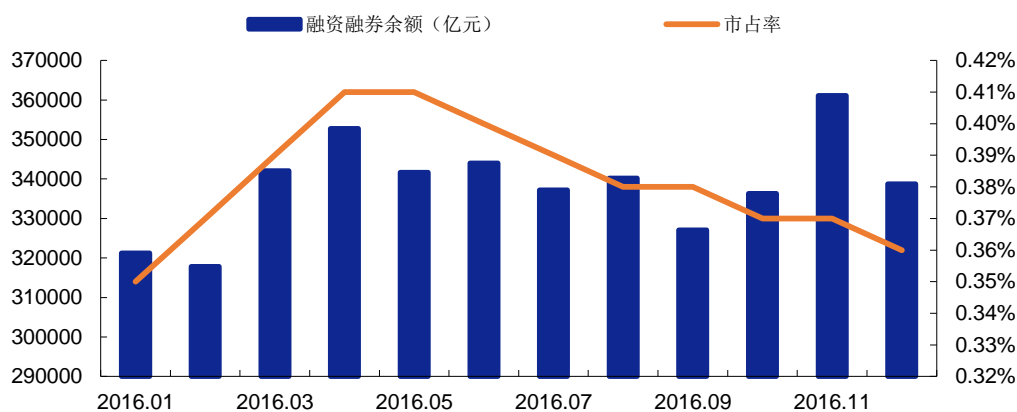
图 9：公司佣金率下滑趋缓



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**资本金补充有利于信用交易业务快速发展。**2016 年以来公司融资融券业务发展相对比较稳定，截至 2016 年 12 月底公司两融余额达到 34 万亿元，市场占有率为 0.36%，相较于 2016 年 4 月的峰值下滑 0.05 个百分点。此次募集资金将有 8 亿元投入信用交易业务的拓展，有助于公司对市场占有率的巩固与加强。

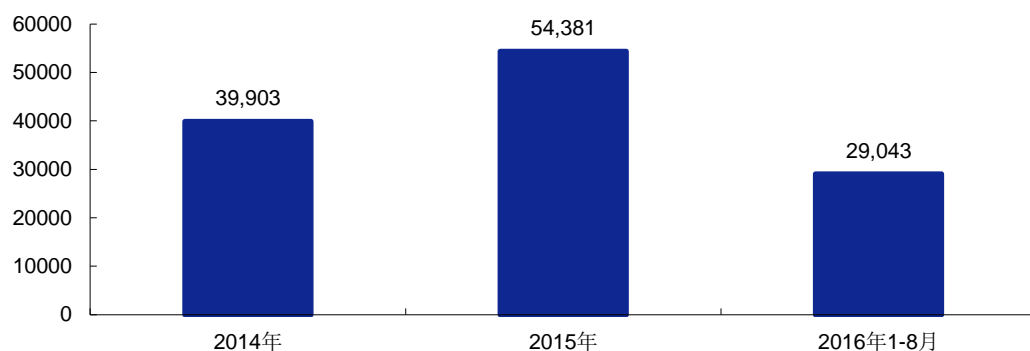
图 10: 融资融券业务市场占有率有所下滑



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

中外合作开展投行业务, 承销能力具备优势。华鑫证券投行业务由控股子公司摩根华鑫开展, 其中华鑫证券持有 66.67% 的股权, 摩根士丹利亚洲有限公司持有 33.33% 股权。2016 年 1-8 月, 华鑫证券实现投行收入 2.9 亿元, 占总营业收入的 33%。公司承销能力较强, 2015 年公司债券主承销金额列全行业第 11 名, 公司股票主承销金额列全行业第 14 名。

图 11: 投行业务收入稳健



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 5: 华鑫证券股票保荐与主承销业务情况

项目		2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
IPO	次数	0	0	2
	主承销金额 (万元)	0	0	54993.68
非公开发行	次数	1	5	3
	主承销金额 (万元)	190800	638960	1012919.89
可转债	次数	1	0	0
	主承销金额 (万元)	400000	0	0

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

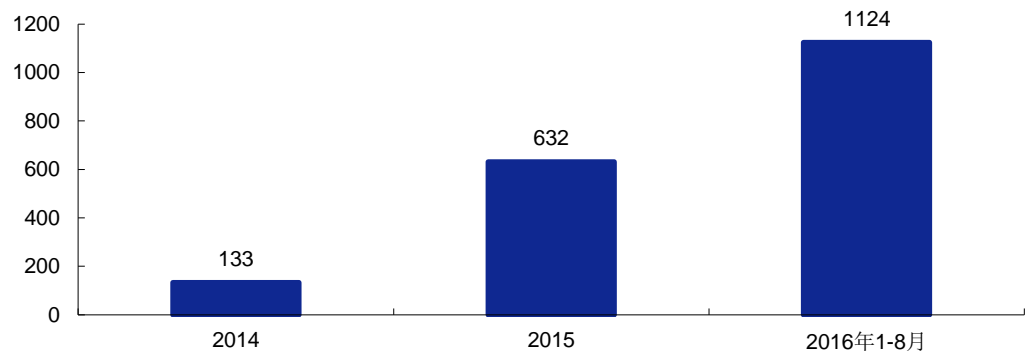


**表 6：华鑫证券债券承销业务情况**

项目		2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
公司债	次数	1	17	26
	主承销金额 (万元)	750,000,000	22,948,666,667	22,118,333,333
企业债	次数	17	16	2
	主承销金额 (万元)	16,820,000,000	24,809,333,333	1,250,000,000
金融债	次数	7	9	3
	主承销金额 (万元)	14,061,000,000	11,900,000,000	3,550,000,000
信贷资产证券化	次数	0	1	1
	主承销金额 (万元)	0	577,540,000	2,606,991,000
优先股	次数	1	3	2
	主承销金额 (万元)	8,000,000,000	12,633,333,333	5,250,000,000

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

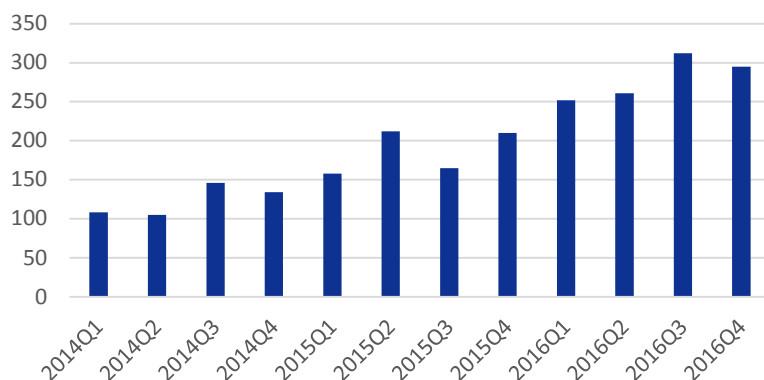
**资管业务寻求差异化发展。**截至 2016 年 8 月底，华鑫证券受托资产管理规模为 1124 亿元，相比 2014 年底增长近十倍。截至 2016 年 8 月 31 日，受托管理规模在行业内排名第 39 位，受托管理净收入排名第 45 位，较去年提升 26 名。公司在资管业务方面实现差异化发展，截至 2016 年 8 月 31 日公司资产证券化产品数量已备案 7 单，全行业排名 17，产品规模全行业排名 18。

**图 12：受托资产管理规模两年增长近十倍**


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

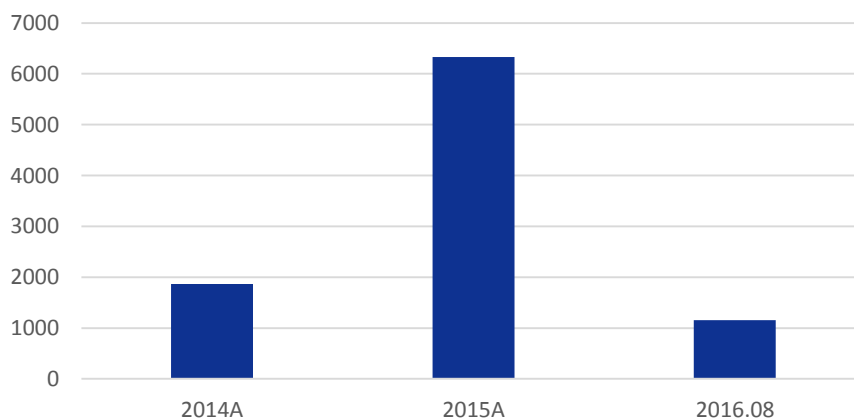
**设立公募基金促进业务协同。**华鑫证券与摩根士丹利等机构共同设立摩根士丹利华鑫基金，华鑫证券作为第一个股东，持股比例 39.56%。摩根士丹利基金资产规模稳步增长，目前拥有基金产品 25 只，截至 2016 年末资产规模约为 295 亿，行业排名第 59 名。近两年来摩根士丹利华鑫基金利润水平整体较好，截至 2016 年 8 月末为华鑫证券贡献了约 450 万收入。

图 13：摩根士丹利华鑫基金资产规模稳步增长（亿元）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

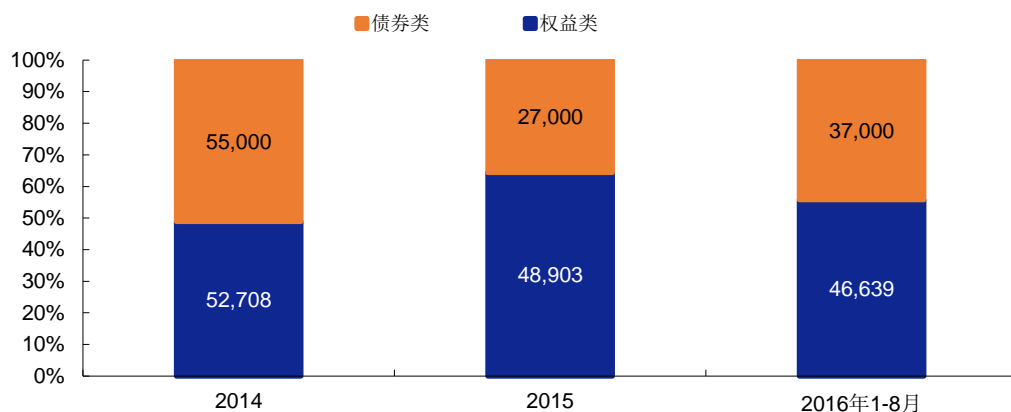
图 14：截至 2016 年 8 月末公募基金为华鑫证券贡献了约 450 万收入（万元）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

自营业务权益类占比较高。2016 年受到大盘调整的影响，公司自营业务出现亏损，且主要亏损来自于年初。从结构来看，华鑫证券权益类自营规模超过债券类自营规模，2016 年 1-8 月，公司权益类自营业务规模为 4.66 亿元，而债券类自营规模为 3.7 亿元。权益类投资占比较高能为公司自营业务带来较大弹性，随着市场企稳、公司投资能力提升，自营业务收入有望得到改善。

图 15: 华鑫证券权益类自营业务占比较高



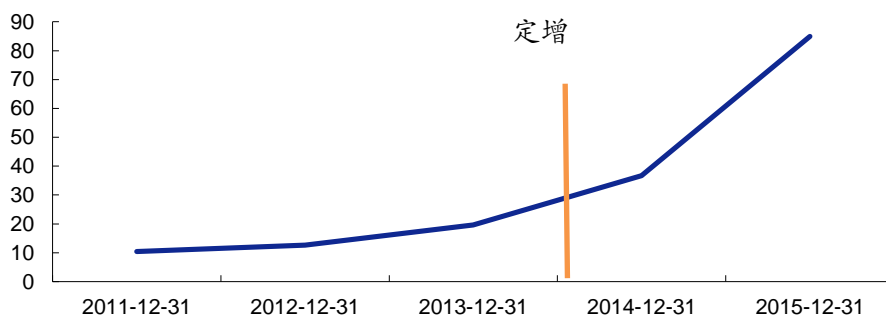
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4. 资本扩充提升业绩表现

证券行业属于资本密集型行业, 资本扩充对于中小券商的业绩提振作用明显。2015 年华鑫证券净资本为 22.6 亿元, 行业排名第 84 位。资本金的不足制约了华鑫证券业务拓展能力, 2015 年公司 ROE 为 17.62%, 行业排名第 73 位, 与净资本规模排名相符。华鑫证券资本金补充之后, 净资本将提升约 15 个名次。另外, 中小券商在机制方面更加灵活, 运营效率较高, 在净资本得到补充之后, 业绩有望迎来大幅增长。

华鑫证券完成资本补充之后, 未来业绩增长可期。此次定增募集资金 12.72 亿元, 其中有 8 亿元将用于投入扩大信用交易类创新业务发展, 信用业务规模将高速增长, 市场份额将有明显提升, 同时公司收入来源结构更加多元。

图 16: 西南证券资本扩充后业绩提升明显



资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 指标为营业收入 (单位: 亿元)

#### 5. 国企改革加速, 股东资源丰富

国企改革进程加速, 上市强化竞争优势。上海 GDP 总量一直以来均位居全国前列, 与此同



资料来源：《2015 年社会责任报告》，安信证券研究中心

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 盈利预测

核心假设：

- (1) 华鑫股份于 2017 年顺利完成重大资产重组，获得资本金补充；
- (2) 经纪业务：考虑到华鑫证券营业部布局迅速，并积极开展互联网金融业务，预计经纪业务市场占有率将达到 0.41%，佣金率维持在 0.046% 左右。
- (3) 信用业务：考虑到华鑫证券在资本金补充之后，将扩大信用业务规模，公司融资融券余额的市场占有率达到 0.4% 左右。

我们预计完成重大资产重组之后，华鑫股份 2017 年至 2018 年 EPS 每股收益分别为 0.43 元/0.62 元。

### 6.2. 估值

PB 估值法：

我们选取了 4 家可比券商，参考可比公司估值水平，我们给予 2.4xPB，每股价格约为 17 元。

表 7：可比公司 PB 值

	PB (倍)
国金证券	2.3
西南证券	2.1
东吴证券	2
东兴证券	2.9
平均	2.4

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

PE 估值法：

我们选取了 4 家可比券商 PE 值，参考可比公司估值水平以及华鑫证券资本金补充以后利润增速将明显提高，我们给予 35xPE，每股价格约为 15.1 元。

表 8：可比公司 PE 值

	PB (倍)
国金证券	24
西南证券	26
东吴证券	22
东兴证券	39
平均	28

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

综合两种估值方法，我们认为华鑫股份合理价格在 16.8 元/股。

## 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
<b>营业收入</b>	597.4	365.3	493.2	1,963.0	2,542.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	305.4	207.0	231.8	952.0	1,220.2	营业收入增长率	-46.5%	-38.8%	35.0%	298.0%	29.5%
营业税费	53.5	20.3	42.0	196.3	223.7	营业利润增长率	-47.6%	-39.0%	67.9%	190.8%	42.0%
销售费用	10.4	10.3	9.0	41.7	57.3	净利润增长率	-47.7%	-15.7%	16.4%	199.0%	45.0%
管理费用	51.5	52.2	46.8	196.3	286.2	EBITDA 增长率	-44.3%	-30.7%	38.5%	176.5%	27.6%
财务费用	28.4	27.6	15.4	65.7	11.0	EBIT 增长率	-46.0%	-34.3%	46.2%	200.9%	28.9%
资产减值损失	-16.0	-0.1	-6.0	-7.3	-4.5	NOPLAT 增长率	-46.5%	-28.1%	20.3%	200.9%	28.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.6%	-2.4%	-37.9%	602.4%	-52.3%
投资和汇兑收益	24.6	67.1	38.9	43.5	49.9	净资产增长率	10.2%	4.3%	2.9%	281.0%	5.4%
<b>营业利润</b>	188.7	115.1	193.2	561.8	798.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-5.9	8.7	-1.8	0.4	2.4	毛利率	48.9%	43.3%	53.0%	51.5%	52.0%
<b>利润总额</b>	182.8	123.8	191.4	562.1	800.4	营业利润率	31.6%	31.5%	39.2%	28.6%	31.4%
减:所得税	30.6	11.0	47.9	140.5	200.1	净利润率	25.9%	35.7%	30.8%	23.1%	25.9%
<b>净利润</b>	154.7	130.4	151.8	453.9	658.4	EBITDA/营业收入	41.4%	46.9%	48.1%	33.4%	33.0%
						EBIT/营业收入	36.3%	39.1%	42.3%	32.0%	31.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	固定资产周转天数	90	138	91	18	10
货币资金	1,080.5	574.7	320.1	5,301.0	4,183.1	流动营业资本周转天数	460	858	414	554	582
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	1,489	2,247	1,076	1,413	1,613
应收帐款	78.8	25.6	226.3	763.4	339.0	应收帐款周转天数	129	51	92	91	78
应收票据	0.5	0.1	0.7	2.3	1.5	存货周转天数	627	1,337	631	797	855
预付帐款	2.3	3.1	0.9	18.0	7.7	总资产周转天数	2,120	3,576	2,239	1,699	1,829
存货	1,349.1	1,363.6	365.8	8,324.3	3,752.7	投资资本周转天数	816	1,442	855	660	659
其他流动资产	62.4	19.5	48.1	43.3	37.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	20.2	31.8	18.1	23.3	24.4	ROE	8.8%	7.0%	7.9%	6.0%	8.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	3.1%	5.7%	2.6%	6.1%
长期股权投资	337.0	389.8	389.8	389.8	389.8	ROIC	14.7%	8.8%	10.8%	52.5%	9.6%
投资性房地产	448.5	907.7	907.7	907.7	907.7	<b>费用率</b>					
固定资产	140.3	139.4	111.0	82.6	54.2	销售费用率	1.7%	2.8%	1.8%	2.1%	2.3%
在建工程	3.2	1.7	1.7	1.7	1.7	管理费用率	8.6%	14.3%	9.5%	10.0%	11.3%
无形资产	92.5	92.4	92.1	91.7	91.3	财务费用率	4.8%	7.6%	3.1%	3.3%	0.4%
其他非流动资产	42.5	50.2	52.0	47.3	45.6	三费/营业收入	15.1%	24.7%	14.4%	15.5%	13.9%
<b>资产总额</b>	3,657.7	3,599.6	2,534.4	15,996.5	9,835.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	270.0	220.0	-	-	-	资产负债率	49.6%	46.6%	21.9%	52.9%	19.3%
应付帐款	370.6	291.3	231.3	2,227.8	1,040.4	负债权益比	98.5%	87.2%	28.1%	112.2%	23.9%
应付票据	-	-	2.0	6.1	0.9	流动比率	1.93	2.04	1.74	3.91	4.41
其他流动负债	689.7	460.3	318.5	1,465.6	847.3	速动比率	0.92	0.64	1.08	1.66	2.42
长期借款	480.0	698.0	-	4,753.9	-	利息保障倍数	7.64	5.17	13.55	9.55	73.81
其他非流动负债	4.5	7.4	4.0	5.3	5.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,814.8	1,677.1	555.8	8,458.7	1,894.2	DPS(元)	0.09	0.08	0.09	0.13	0.19
少数股东权益	89.6	72.0	64.2	32.4	-24.4	分红比率	30.5%	30.1%	30.2%	30.3%	30.2%
股本	524.1	524.1	524.1	1,060.9	1,060.9	股息收益率	0.7%	0.6%	0.6%	1.0%	1.4%
留存收益	1,214.9	1,298.1	1,390.3	6,444.5	6,905.0						
<b>股东权益</b>	1,842.9	1,922.5	1,978.6	7,537.8	7,941.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.30	0.25	0.29	0.43	0.62
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	BVPS(元)	3.35	3.53	3.65	7.07	7.51
净利润	152.2	112.8	151.8	453.9	658.4	PE(X)	45.8	54.3	46.6	31.6	21.8
加:折旧和摊销	31.2	29.8	28.8	28.8	28.8	PB(X)	4.0	3.8	3.7	1.9	1.8
资产减值准备	-16.0	-0.1	-	-	-	P/FCF	-185.1	302.1	-41.5	-115.7	-16.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	11.9	19.4	14.4	7.3	5.6
财务费用	69.4	51.7	15.4	65.7	11.0	EV/EBITDA	16.2	41.1	25.5	20.0	11.2
投资损失	-24.6	-67.1	-38.9	-43.5	-49.9	CAGR(%)	40.4%	74.6%	-21.4%	40.4%	74.6%
少数股东损益	-2.5	-17.6	-8.3	-32.3	-58.1	PEG	1.1	0.7	-2.2	0.8	0.3
营运资金的变动	-281.1	-99.6	517.6	-5,427.8	3,268.5	ROIC/WACC	1.4	0.8	1.0	5.1	0.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	-17.0	-16.4	666.4	-4,955.3	3,858.7	REP	1.9	5.7	6.4	0.4	3.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-30.1	-166.3	52.6	38.3	48.8						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-94.2	-323.0	-973.6	9,897.9	-5,025.4						

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	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

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