

2017 年 02 月 28 日

东方精工 (002611.SZ)

动态分析

定增获正式批复，收购普莱德享新能源盛宴

投资要点

- ◆ **事件：公司 2 月 27 日发布 16 年业绩快报，全年实现营业总收入 15.45 亿元，同比增长 19%；归母净利润 8835.8 万元，同比增长 36%。**2 月 24 日，公司收到证监会正式批复，同意公司以 47.5 亿元的对价收购普莱德 100% 的股权的并购事项，核准公司定增不超 3.15 亿股股份募集配套资金，发行股份购买资产的发行价格为 9.20 元/股。其中对北大先行、宁德时代、北汽产投、福田汽车四大股东支付现金对价占比 40%，股份占比 60%，对青海普仁支付对价股份占比 100%。
- ◆ **通过内外并购，渐成三足鼎立业务格局：**公司原是印刷成套设备提供商，由于市场竞争加剧，原有业务已不能继续支撑公司业绩增长，因此公司于 2014 年走上多元化发展之路，寻求新的业务增长。经过一系列收购、并购、参股行为，公司业务板块愈见清晰，智能包装、智能设备、高端制造三驾马车齐驱的经营思路也逐渐实现。
- ◆ **并购普莱德切入新能源汽车电池领域，深化业务布局：**此次并购普莱德，将进一步深化公司在高端装备核心零部件领域的布局。普莱德是国内优质动力电池系统供应商，拥有多年的 PACK 集成技术积淀。长期以来为国内领先的新能源汽车生产商提供动力系统装置，积累了包括北汽新能源、福田汽车、中通客车、南京金龙在内的核心客户。由于 PACK 系统定制性高，一旦整车厂商确定了动力电池系统供应商，供应商可获得至少 3-5 年的销售渠道保障，确保公司业绩持续增长。
- ◆ **三方战略协作进行产业链协同，强强联合提升综合竞争力：**作为新能源汽车产业供应链的重要一环，公司与国内领先电芯生产商宁德时代、整车生产商北汽新能源，于 2016 年 5 月 10 日签订《三方战略合作协议》，三方协作中，宁德时代负责电芯产品的研制和测试实验，并根据需要和普莱德一起进行电池系统的测试和评估；普莱德负责电池系统集成的研制和测试验证；北汽新能源负责新能源整车及动力系统的设计和验证。宁德时代作为国内电芯厂商领头羊，锂电池出货量仅次于比亚迪，EVtank 数据统计其市占率约 20.5%；北汽新能源更是以 24.2% 的市占率长期跻身国内新能源汽车厂商第一名。强强联合，产业链协同将极大提高公司的核心竞争力，使得协作多方受益。
- ◆ **智能包装板块收入占半壁江山，加码智能物流提供整体解决方案：**瓦楞纸板智能包装设备业务贡献了公司近一半的销售收入。公司先于 2014 年收购意大利 Fosber 60% 的股份（根据之前控股收购意大利 Fosber 集团的协议约定，预计公司将于今年上半年实施对意大利 Fosber 剩余 40% 股权的收购），后在 16 年 7 月收购意大利 EDF100% 的股份，今年全年度合并财务报表，增厚公司业绩。此外，公司先后以参股形式布局广东嘉腾机器人自动化公司、意大利弗兰度集团，并以控股方式和意大利弗兰度共同设立了广东弗兰度智能物流系统有限公司，以期在未来成为具备交付“智能包装”+“智能物流”整体解决方案的供应商。高端制造方面，公司通过控股子公司苏州百胜动力从事高端核心零部件制造业务，从而与智能包装和智能物流板块产生业务协同效果。
- ◆ **投资建议：**新能源汽车行业经过 2016 年的政策调整后，预计在 2017 二季度开始

机械 | 其他专用机械 III

增持-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

18.5 元

股价(2017-02-27)

16.37 元

交易数据

总市值 (百万元)

10,507.35

流通市值 (百万元)

4,798.08

总股本 (百万股)

641.87

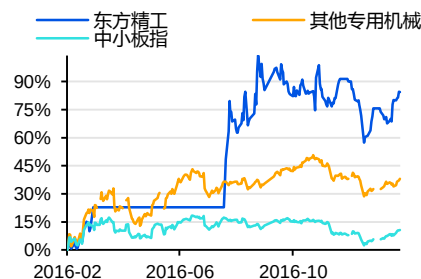
流通股本 (百万股)

293.10

12 个月价格区间

8.40/18.87 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.03	9.78	53.31
绝对收益	7.67	5.64	58.56

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

陈雁冰
chenyanbing@huajinsc.cn
021-20655676

报告联系人

肖索
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20655796

相关报告

年迎来回暖。公司子公司普莱德将持续受益，普莱德 17-19 年的归母净利润承诺 3.25、4.23 和 5.00 亿元。我们预计东方精工 2016-2018 年 EPS 分别为 0.14、0.63、0.83 元，对应 PE 分别为 115.2、25.4、19.2 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 18.5 元。

◆ **风险提示：**新能源产业政策调整、新能源车产销量大幅下滑、瓦楞纸板需求大幅下滑。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,190.3	1,294.8	1,540.8	6,032.2	7,920.3
同比增长(%)	225.8%	8.8%	19.0%	291.5%	31.3%
营业利润(百万元)	152.2	100.9	116.8	852.1	931.6
同比增长(%)	133.8%	-33.7%	15.7%	629.5%	9.3%
净利润(百万元)	84.1	64.8	88.3	598.1	791.9
同比增长(%)	49.8%	-22.9%	36.3%	577.0%	32.4%
每股收益(元)	0.13	0.10	0.14	0.63	0.83
PE	121.0	157.0	115.2	25.4	19.2
PB	11.4	11.2	9.4	7.6	5.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

目录

一、通过内外并购，渐成三足鼎立业务格局	4
二、切入新能源车动力电池 PACK 领域，业绩增长再加码.....	6
（一）普莱德乃动力电池 PACK 提供商，多年来产品供不应求	6
（二）定制系统增强客户粘性，战略协议促产业链协同	7
三、智能包装确立行业龙头，高端制造打开新引擎.....	8
（一）智能包装稳中求进，内生外延效果显著	8
（二）高端制造扬帆起航，产业协同优势明显	10
四、盈利预测及评级	10
五、风险提示	11

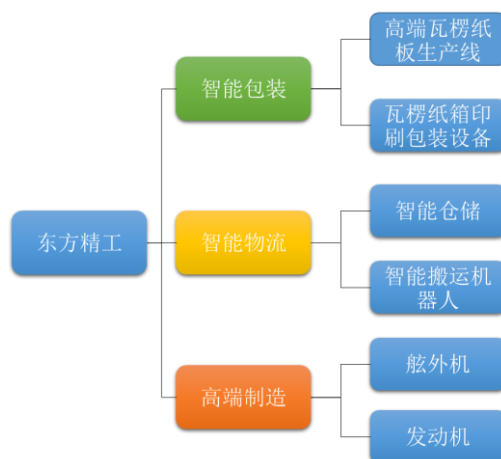
图表目录

图 1：公司业务概况.....	4
图 2：近几年公司营收和净利润情况(单位:亿元)	4
图 3：2016 年 H1 公司营业收入结构分布（亿元）	5
图 4：2012 年-2016H1 公司主营产品毛利率（%）	5
图 5：2011-2016 瓦楞纸出厂均价（元/吨）	6
图 6：公司收购普莱德	6
图 7：普莱德 PACK 产品	7
图 8：动力电池系统销售收入增长迅速	7
图 9：动力电池系统产销率稳步提升	7
图 10：三方战略协作	8
图 11：公司全产业链概览	9
图 12：公司生产线产品概览	9
图 13：智能物流产品展示.....	错误!未定义书签。
图 14：公司战略布局	10
图 15：百胜部分产品展示.....	错误!未定义书签。
表 1：2014-2016 公司投资活动一览.....	5
表 2：2016 年 1-6 月电动车产销排行	7
表 3：Fosber 产品与国内同类产品比较	9

一、通过内外并购，渐成三足鼎立业务格局

广东东方精工科技股份有限公司，成立于 1996 年，于 2011 年 8 月在深圳 A 股上市。公司致力于数字化智能高端装备制造的高科技上市企业，公司的主要产业链涵盖了“智能包装”、“智能物流”、“高端制造”三大板块，为客户提供产业链解决方案，是行业内首家具备交付“智能包装”+“智能物流”整体解决方案的供应商。近几年公司通过一系列并购，三大业务渐成三足鼎立格局。

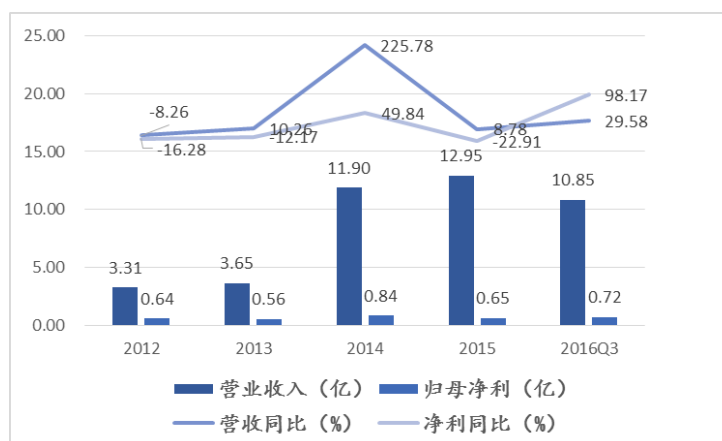
图 1：公司业务概况



资料来源：公司官网，华金证券研究所整理

2015 年实现营业收入 12.95 亿元，同比增长 8.78%，归母净利润 0.65 亿元，同比减少 22.91%。2016 年 1-9 月实现营收 10.85 亿元，同比降低 29.58%，归母净利润 0.72 万元，同比增长 98.17%。公司净利润有较大增长主要原因是公司今年新增合并了苏州百胜 1-6 月的净利润；同时意大利 Fosber 在 2016 年的营业收入较去年预计有较大增长；公司收到意大利 Fosber 原股东的业绩承诺补偿款项，公司 2016 年归母净利润将有较大幅度提升。**预计 2016 年全年实现归母净利润 0.78-1.10 亿，同比增长 20-70%。**

图 2：近几年公司营收和净利润情况(单位:亿元)



资料来源：Wind，华金证券研究所

在 2014 年之前，公司主要以成套印刷设备销售为主，但是市场竞争加剧，依靠传统业务已无法实现业绩增长。因此公司于 2014 年通过并购，寻求新的业务增长点。经过一系列收购、并购、参股行为，公司业务板块愈见清晰，智能包装、智能设备、高端制造三驾马车齐驱的经营思路也逐渐实现。

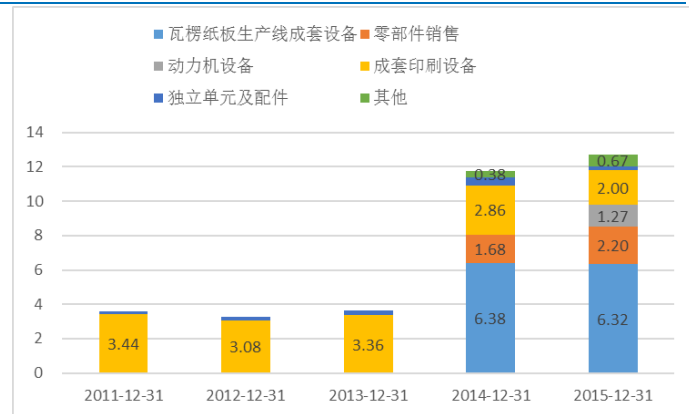
表 1：2014-2016 公司投资活动一览

时间	项目
2014 年 3 月	收购意大利 Fosber60%股份
2014 年 6 月	参股加腾机器人 20%股份
2015 年 1 月	与意大利 Fosber 成立合资公司
2015 年 7 月	收购苏州百胜动力 80%股份
2015 年 10 月	收购意大利 Ferretto40%股份
2016 年 1 月	与意大利 Ferretto 成立合资公司
2016 年 7 月	收购意大利 EDF 集团 100%股份
2016 年 7 月	拟发行股票及支付现金的方式作价 47.5 亿收购北京普莱德科技 100%股权
2017 年	预计继续收购 Fosber40%股份

资料来源：公司公告，华金证券研究所

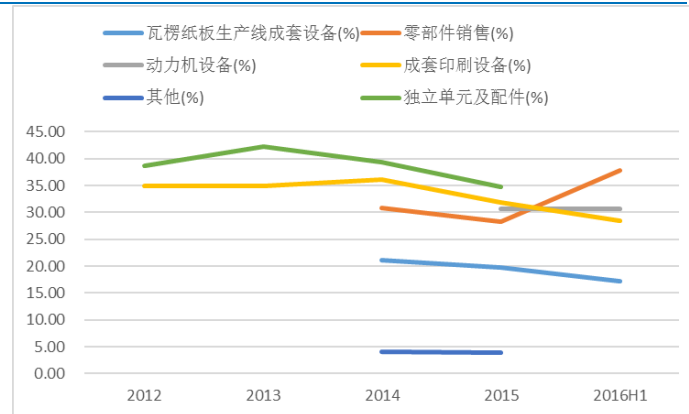
2014 年东方精工瓦楞纸板生产线设备销售达 6.38 亿元，占比 54.3%，零部件销售收入达 1.68 亿元，而成套印刷设备收入较 2013 年下滑明显。2015 年瓦楞纸板设备收入与上年持平，零部件销售收入增长至 2.2 亿元，同年又新增动力机设备的销售，销售收入达 1.27 亿元。

图 3：2016 年 H1 公司营业收入结构分布（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

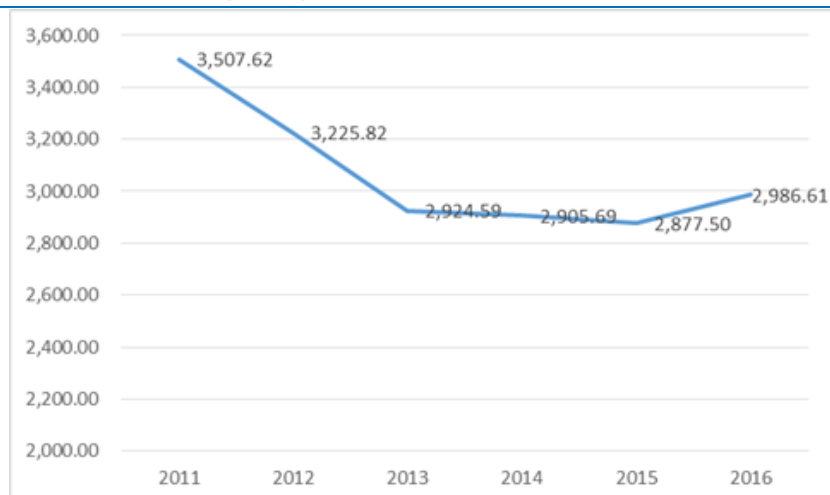
图 4：2012 年-2016H1 公司主营产品毛利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

由于瓦楞纸板生产线成套设备和零部件销售两项新增业务毛利率不及传统业务，公司近两年的总体毛利率水平较 2013 年及之前有所降低，并在 26% 上下徘徊。2016 年上半年零部件销售业务利润率有较大提升，另外由于瓦楞纸出厂均价下滑厉害，瓦楞纸板设备毛利率有小幅降低。

图 5：2011-2016 瓦楞纸出厂均价（元/吨）

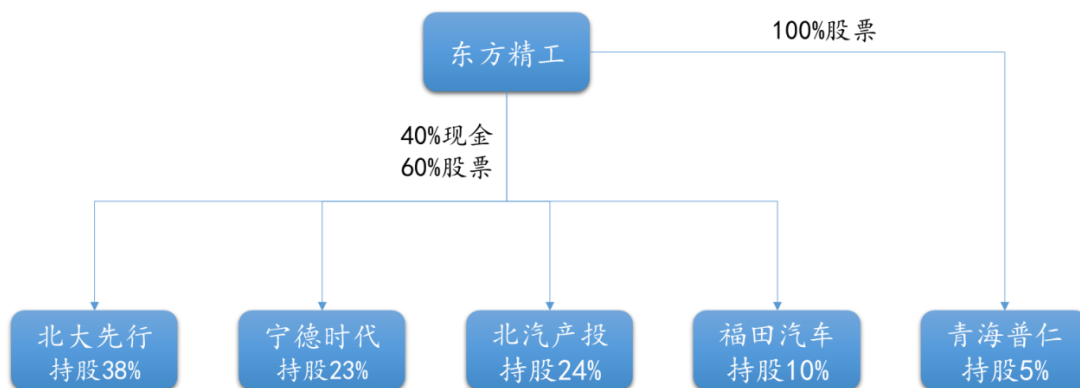


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、切入新能源车动力电池 PACK 领域，业绩增长再加码

2016 年 10 月 1 日，公司拟以 47.5 亿元的对价收购普莱德 100% 的股权，其中对北大先行、宁德时代、北汽产投、福田汽车四大股东支付现金对价占比 40%，股份占比 60%，对青海普仁支付对价股份占比 100%，目前该方案已于 2 月 24 日收到证监会正式批复获准。

图 6：公司收购普莱德



资料来源：公司公告，华金证券研究所

此前东方精工已通过一系列对外投资、并购逐步形成“智能包装设备”、“智能自动化设备”和“高端核心零部件”三大业务板块，为此次并购普莱德切入新能源电池领域，进一步深化公司在高端装备核心零部件领域的布局，与普莱德形成良好的产业协同、渠道协同及资本协同，提升公司整体的竞争力，打造又一个业务增长点。

（一）普莱德乃动力电池 PACK 提供商，多年来产品供不应求

普莱德公司全称北京普莱德新能源电池科技有限公司，专业从事新能源动力电池系统 PACK 业务，致力于为新能源汽车生产厂商提供动力电池整体解决方案。PACK 集成是连接上游电芯和

下游电动汽车运用的核心环节，而公司在这方面拥有多年的技术积淀，是国内少有专业提供优质 PACK 的供应商。

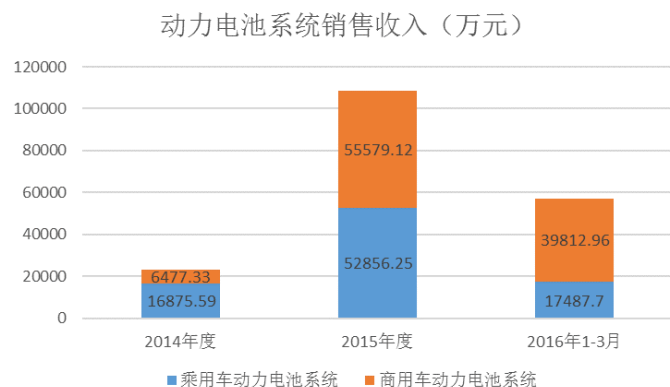
图 7：普莱德 PACK 产品



资料来源：Wind，华金证券研究所

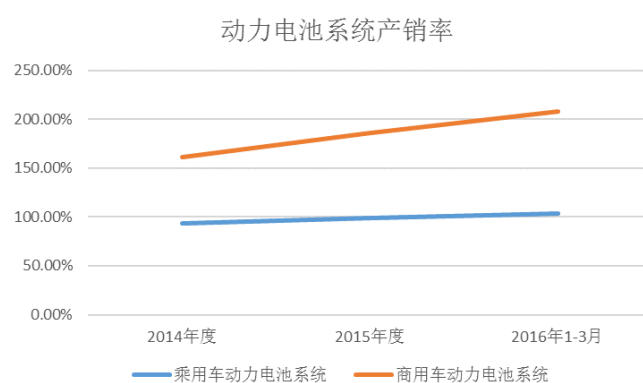
普莱德的 PACK 产品主要是乘用车和商用车动力电池系统，截止 8 月底已合计设计并定型 129 种动力电池系统，既包括磷酸铁锂电池系统，也包括三元电池系统，可适用于 120 余种新能源汽车。近几年公司 PACK 产品销售状况良好，2015 年乘用车与商用车动力电池系统收入分别增长了 2.13 倍、7.58 倍，动力电池系统产销率也稳步提升。

图 8：动力电池系统销售收入增长迅速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：动力电池系统产销率稳步提升



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）定制系统增强客户粘性，战略协议促产业链协同

普莱德核心客户北汽新能源、福田汽车、中通客车、南京金龙在新能源汽车行业处于领先地位，在 2015 年及 2016 年上半年新能源汽车产销量均在行业前十名以内，表明公司的动力电池系统质量过硬，处于新能源汽车产业链核心位置。

表 2：2016 年 1-6 月电动车产销排行

序号	2016 年 1-6 月纯电动乘用车销量前十名企业			2016 年 1-6 月纯电动客车产量前十名企业		
	名称	销量	占比	名称	产量	占比
1	北汽新能源	15100	18.50%	宇通客车	5738	18.74%

2	比亚迪	14504	17.77%	中通客车	5384	17.59%
3	吉利	13655	16.73%	安凯客车	1877	6.13%
4	江淮	9166	11.23%	南京金龙	1867	6.10%
5	众泰	7218	8.84%	江苏九龙	1570	5.13%
6	江铃	6027	7.38%	福田汽车	1490	4.87%
7	奇瑞	5293	6.48%	苏州金龙	1438	4.70%
8	长安	3604	4.42%	珠海银隆	1028	3.36%
9	东风	1735	2.13%	烟台舒驰	1027	3.35%
10	上汽	523	0.64%	厦门金旅	973	3.18%
合计	-	76825	94.12%	-	22392	73.15%

资料来源：汽车乘联会，工信部，华金证券研究所

作为新能源汽车产业供应链的重要一环，公司与国内领先电芯生产商宁德时代、整车生产商北汽新能源，于 2016 年 5 月 10 日签订《三方战略合作协议》，自 2016 年 5 月 10 日起生效，有效期 5 年。此次战略协作集结了产业链内优质厂商，通过产业协同提升产品综合竞争力。

三方合作以具体项目展开，分工协作，发挥各自优势。宁德时代负责电芯产品的研制和测试实验，并根据需要和普莱德一起进行电池系统的测试和评估；普莱德负责电池系统集成研制和测试验证；北汽新能源负责新能源整车及动力系统的设计和验证。

图 10：三方战略协作



资料来源：公司公告，华金证券研究所整理

三、智能包装确立行业龙头，高端制造打开新引擎

（一）智能包装稳中求进，内生外延效果显著

公司积极开展全球化布局，以智能瓦楞纸包装自动化设备为主营产业，在瓦楞纸板行业上游生产线、中游印刷设备、下游智能物流应用全产业链的布局初步完成。拥有佛山总部、意大利佛斯伯、广东佛斯伯智能设备有限公司、佛山市南海欧德佛智能设备有限公司、意大利 EDF 公司

等六个制造业企业，产品包括智能全自动瓦楞纸板生产线、智能全自动瓦楞纸箱印刷联动线（包括多色成套印刷开槽模切机、预送纸机、清废传送设备、智能堆垛设备、粘箱设备等）

图 11：公司全产业链概览



资料来源：公司公告，华金证券研究所整理

公司旗下控股的意大利 Fosber 集团在高速宽幅瓦楞纸板生产线领域位居全球第二，通过不断的加大研发，拓展新的客户，业务增长迅速，Fosber2016 年前三季度的营业收入较去年有较大增长。公司和 Fosber 集团在国内的合资公司产品线建设稳步推进中，预计整机产品在 2017 年上半年面世。此外，公司计划于 2017 年上半年收购 Fosber 剩余 40%的股权，上述两项并购将成为公司未来重要的业务增长点。

表 3：Fosber 产品与国内同类产品比较

	Fosber 产品	国内市场同类产品
生产线速度	300-400 米/分	小于 150 米/分
幅面尺寸	宽幅，2.5-2.8 米	窄幅居多，2 米以下
生产线价格	单线平均售价约 2500 万元	约 600 万元
综合性能	性能稳定、故障率低、生产质量好、效率高	生产质量一般、效率较低

资料来源：Fosber 官网资料收集整理，华金证券研究所

今年 5 月公司收购意大利 EDF100%股权，提升公司多色印刷成套设备的产品竞争力，业务也从智能包装设备拓展至智能自动化设备，进入欧洲高端市场将巩固公司在这一领域的地位。

图 12：公司生产线产品概览



资料来源：公司官网，华金证券研究所

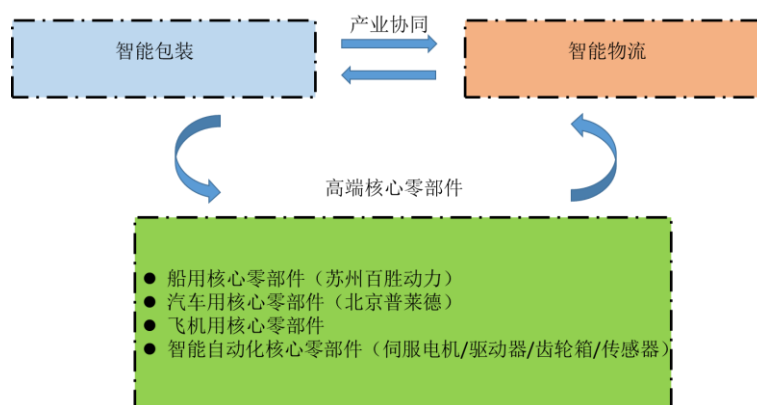
参股广东嘉腾,收购弗兰度,延伸产业下端智能应用 :公司以智能物流仓储系统为主营产业,先后以参股形式布局广东嘉腾机器人自动化有限公司、意大利弗兰度集团,并以控股方式和意大利弗兰度共同设立了广东弗兰度智能物流系统有限公司。产品主要包括搬运机器人(AGV)、自动化垂直升降回转式立柜、智能自动化立体仓库等包含全套软件的现场实施在内的整体物流仓储解决方案。

(二) 高端制造扬帆起航,产业协同优势明显

在智能制造领域,公司产品包括伺服电机、驱动器、传感器、动力装置等在内的高端核心零部件,已经在工业机器人、车辆、飞机、舰船等泛工业领域得到普遍应用。

核心零部件产业作为高端装备制造的核心基础产业,具有持续的成长动力及盈利空间。因此公司于2015年8月通过收购苏州百胜80%的股份进入该领域,2016年上半年公司核心零部件业务营收1.3亿,占总体营收比例为21.2%,同比增长73.3%,增长速度较快。

图 13：公司战略布局



资料来源：公司官网，华金证券研究所整理

苏州百胜成立于2001年,核心技术团队自1968年组建以来,在舷外机方面积累了丰富的经验,在上个世纪90年代,曾协助OMC(原Johnson和Evinrude舷外机生产商,现已和BRP合并)研发高功率舷外机的关机组件。公司拥有来自威斯康星州的高科技合作伙伴Mars Electric和来自日本的高级工程师提供技术专辑、零部件及配件。根据海关出口数据,公司产品出口量现已超越Mercury,排名行业第一。

四、盈利预测及评级

东方精工于2014年开始走多元化之路,三年来通过一系列投资和并购重组,形成了“智能包装”、“智能物流”、“高端制造”三大板块,目前已初见成效。此次100%并购普莱德宣告公司正式进入新能源汽车电池领域,普莱德背后强大的股东背景及稳定的客户资源为并购后产业链协同提供成长的沃土,宁德时代+普莱德+北汽新能源强强协同,将提升普莱德在行业中的综合竞争力及盈利能力。

新能源汽车行业经过 2016 年的政策调整后，预计在 2017 二季度开始年迎来回暖。北汽新能源推出国民车 EC180 预计全年产销量将大放异彩，普莱德作为其供应商以及国内动力电池系统领先者，预计将持续受益，我们对标的公司普莱德 17-19 年的归母净利润承诺 3.25、4.23 和 5.00 亿元充满信心。我们预计东方精工 2016-2018 年 EPS 分别为 0.14、0.63、0.83 元，对应 PE 分别为 115.2、25.4、19.2 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 18.5 元。

五、风险提示

- 1、新能源产业政策调整
- 2、新能源车产销量大幅下滑
- 3、瓦楞纸板需求大幅下滑

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	1,190.3	1,294.8	1,540.8	6,032.2	7,920.3	年增长率					
减:营业成本	866.4	971.8	1,151.0	4,114.0	5,623.4	营业收入增长率	225.8%	8.8%	19.0%	291.5%	31.3%
营业税费	1.9	2.2	3.1	10.6	14.5	营业利润增长率	133.8%	-33.7%	15.7%	629.5%	9.3%
销售费用	85.5	87.8	110.9	506.7	590.9	净利润增长率	49.8%	-22.9%	36.3%	577.0%	32.4%
管理费用	86.3	124.3	156.0	542.3	758.0	EBITDA 增长率	160.0%	-17.8%	6.6%	506.7%	9.0%
财务费用	-3.9	4.0	-	-	-	EBIT 增长率	171.6%	-29.2%	11.3%	629.5%	9.3%
资产减值损失	3.2	8.0	8.6	10.2	6.3	NOPLAT 增长率	125.3%	-25.2%	13.6%	631.4%	24.3%
加:公允价值变动收益	-	1.0	-0.6	0.1	0.1	投资资本增长率	294.9%	17.4%	5.8%	123.7%	-33.5%
投资和汇兑收益	1.3	3.3	6.2	3.6	4.4	净资产增长率	27.8%	6.3%	16.6%	77.6%	37.7%
营业利润	152.2	100.9	116.8	852.1	931.6	盈利能力					
加:营业外净收支	5.4	13.9	15.8	41.5	64.3	毛利率	27.2%	24.9%	25.3%	31.8%	29.0%
利润总额	157.6	114.8	132.7	893.6	996.0	营业利润率	12.8%	7.8%	7.6%	14.1%	11.8%
减:所得税	48.1	30.5	33.2	221.6	144.4	净利润率	7.1%	5.0%	5.7%	9.9%	10.0%
净利润	84.1	64.8	88.3	598.1	791.9	EBITDA/营业收入	13.9%	10.5%	9.4%	14.6%	12.1%
						EBIT/营业收入	12.5%	8.1%	7.6%	14.1%	11.8%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	47.8%	56.2%	41.6%	67.5%	44.2%
货币资金	329.3	336.3	123.3	700.2	1,052.2	负债权益比	91.6%	128.3%	71.3%	207.4%	79.2%
交易性金融资产	-	1.0	0.3	0.4	0.6	流动比率	1.95	1.30	1.32	1.85	1.83
应收帐款	250.7	297.5	188.7	1,826.2	1,006.6	速动比率	1.40	0.91	0.66	1.18	1.14
应收票据	157.1	151.5	103.2	1,003.1	546.8	利息保障倍数	-37.77	26.00			
预付帐款	6.9	12.1	25.6	63.3	75.3	营运能力					
存货	293.0	363.0	449.5	2,089.5	1,655.8	固定资产周转天数	71	135	124	30	22
其他流动资产	12.7	31.1	15.8	19.9	22.3	流动营业资本周转天数	55	58	37	64	65
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	262	312	245	197	229
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	47	76	57	60	64
长期股权投资	56.4	137.0	137.0	137.0	137.0	存货周转天数	62	91	95	76	85
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	442	619	545	272	284
固定资产	433.5	540.8	516.9	493.1	469.2	投资资本周转天数	209	333	311	132	116
在建工程	1.0	-	-	-	-	费用率					
无形资产	225.1	236.0	231.6	227.1	222.7	销售费用率	7.2%	6.8%	7.2%	8.4%	7.5%
其他非流动资产	199.6	382.7	385.9	382.4	383.4	管理费用率	7.2%	9.6%	10.1%	9.0%	9.6%
资产总额	1,965.4	2,489.0	2,177.6	6,942.2	5,571.8	财务费用率	-0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	113.9	174.2	98.7	-	-	三费/营业收入	14.1%	16.7%	17.3%	17.4%	17.0%
应付帐款	293.1	586.4	425.0	2,400.5	1,893.0	投资回报率					
应付票据	3.1	6.3	2.0	26.8	18.0	ROE	9.4%	7.1%	8.2%	30.0%	28.4%
其他流动负债	129.2	148.2	163.2	646.9	467.7	ROA	5.6%	3.4%	4.6%	9.7%	15.3%
长期借款	315.5	385.5	149.5	1,526.0	-	ROIC	36.9%	7.0%	6.8%	46.8%	26.0%
其他非流动负债	84.6	98.0	67.5	83.4	83.0	分红指标					
负债总额	939.4	1,398.7	906.1	4,683.6	2,461.7	DPS(元)	0.02	-	-	-	-
少数股东权益	133.2	180.8	191.9	265.9	325.5	分红比率	12.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	362.9	580.6	641.9	956.9	956.9	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	515.7	349.4	437.8	1,035.8	1,827.8						
股东权益	1,025.9	1,090.4	1,271.6	2,258.6	3,110.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	109.5	84.3	88.3	598.1	791.9	EPS(元)	0.13	0.10	0.14	0.63	0.83
加:折旧和摊销	17.5	31.3	28.3	28.3	28.3	BVPS(元)	1.39	1.42	1.68	2.08	2.91
资产减值准备	3.2	8.0	-	-	-	PE(X)	121.0	157.0	115.2	25.4	19.2
公允价值变动损失	-	-1.0	-0.6	0.1	0.1	PB(X)	11.4	11.2	9.4	7.6	5.4
财务费用	4.1	12.2	-	-	-	P/FCF	-33.1	883.1	-33.6	82.2	51.7
投资损失	-1.3	-3.3	-6.2	-3.6	-4.4	P/S	8.6	7.9	6.6	2.5	1.9
少数股东损益	25.4	19.5	11.1	73.9	59.6	EV/EBITDA	36.0	70.5	72.1	18.4	15.0
营运资金的变动	9.0	0.8	-105.5	-1,717.4	997.2	CAGR(%)	83.1%	116.1%	21.0%	83.1%	116.1%
经营活动产生现金流量	42.5	117.6	15.4	-1,020.6	1,872.8	PEG	1.5	1.4	5.5	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-539.7	-251.5	7.5	3.4	4.1	ROIC/WACC	3.6	0.7	0.7	4.6	2.5
融资活动产生现金流量	241.5	140.1	-236.0	1,594.1	-1,524.8						

资料来源：贝格数据华金证券研究所

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

谭志勇声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn