



中天金融(000540.SZ)

# 【联讯中小盘深度报告】中天金融：区域地产龙头，大金融框架已成

2017年08月15日

投资要点

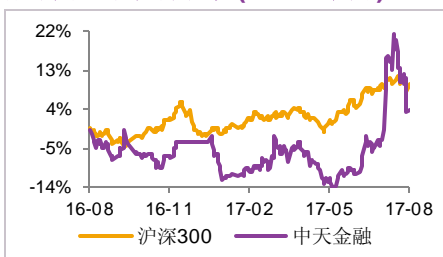
**增持(首次评级)**

当前价：7.26元  
目标价：8.30 - 8.90元

分析师：王风华  
执业编号：S0300516060001  
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：徐鸿飞  
电话：010-64408919  
邮箱：xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	19460	23470	28601	34241
(+/-)	26%	21%	22%	20%
净利润	2953	3352	4074	4985
(+/-)	13%	14%	22%	22%
EPS(元)	0.63	0.71	0.86	1.06
P/E	10.94	10.2	8.4	6.9

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

## 转型金融，框架已成

公司确立了“以保险、证券、银行为主体，基金、资管、多元金融为辅翼，地产实业为基石”的发展路径。大金融产业链主要分为两个部分：传统金融主要通过贵阳金控统领，以获取包括银行、保险、证券、信托、基金等在内的“金融全牌照”为目标；创新金融方面主要靠中天普惠金服和贵阳互联网金融产业投资牵头，全面布局创新金融及权益类交易业务。

## 拟参与贵阳农商银行增资扩股，银行业务布局提速

2017年7月，公司公告，公司全资子公司贵阳金控拟以1.56元/股的价格认购贵阳农商行本次增资不超过3.2亿股，约占贵阳农商行增发后总股本的10%。在次之前，公司仅持有贵阳银行1.27%股权，贵州银行0.99%股权，并拟发起设立贵安银行。因此，若此次入股成功，将使得公司在银行领域的布局取得实质性进展。

## 贵州地区房企龙头地位稳固，预计全年地产销售将创新高

公司是贵州地区的房地产龙头企业，土地储备主要集中在贵阳地区。受贵阳地区房地产市场销售良好带动，公司1-7月房屋销售势头良好。据CRIC统计，1-7月，公司房地产销售额达到152.1亿元，权益金额152.1亿元，销售面积181.4万平方米。在贵阳地区房地产销售量价齐升的环境下，公司全年地产销售不出意外将创下新高。

## 盈利预测与投资建议

我们预计，17/18/19年，公司营业收入234.70、286.02、342.41亿元；归母净利润33.37、40.56、49.62亿元；EPS为0.71、0.86、1.06元。公司目前正在加紧布局大金融领域，随着公司取得银行、券商、保险与基金牌照，公司盈利能力将进一步提升，未来想象空间巨大。我们综合考虑，给予公司目标价8.30元-8.90元。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

1、金融战略进展不及预期，牌照获取速度不及预期；2、房地产开发不及预期；3、商誉减值风险；4、宏观经济与政策风险。



## 投资案件:

### 盈利预测与估值

我们预计, 17/18/19 年, 公司营业收入 234.70、286.02、342.41 亿元; 归母净利润 33.37、40.56、49.62 亿元; EPS 为 0.71、0.86、1.06 元。

**相对估值法:** 公司未来收入仍以房地产为主, 我们选取市值相近的房地产企业作为可比公司。对比可比公司中位数, 公司 2017E/2018E/2019E 以及 PE(TTM) 分别折价 9.3%、6.48%、14.87%、15.02%。

**RNAV 估值:** RNAV 为 419.48, 每股 RNAV 为 8.92 元。

我们认为, 公司目前正加紧布局大金融领域, 随着公司取得银行、券商、保险与基金牌照, 公司盈利能力将进一步提升, 未来想象空间巨大。我们综合考虑, 给予公司目标价 8.30 元-8.90 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

### 关键假设点

(1) 房地产项目, 每年预售房全部在未来两年内结算。我们预测公司 17/18/19 年房地产业务收入分别为 225.85、276.58、332.34 亿元。

(2) 不考虑收购贵阳农商银行收购, 不考虑对中融人寿增持对并表范围的影响, 不考虑公司未来继续收购资产的情况。

### 有别于大众认识

目前公司金融战略尚处于布局阶段, 对公司业绩贡献较小; 尤其对持牌类金融机构的新设和投资在金融监管趋严的情况下, 市场对公司能否顺利实现目标存在各种担心。

诚然存在这些风险, 但我们认为, 公司近期更多的是通过参与公开挂牌转让以及增资等手段, 先获取一定股权比例, 经过不断增资, 实现绝对控股, 再在此基础上谋求更多牌照。该途径主要看公司资金实力, 可操作性强, 取得股权与开展业务的速度相对较快。在证券、保险、基金上都成功实现, 大大增强我们对公司金融转型成功的信心。

### 股价表现催化剂

公司取得更多金融牌照, 如公募基金、信托等。房地产销售超预期。

### 核心假设风险

房地产开发进度不及预期。宏观经济与政策监管风险。



## 目 录

一、公司介绍 .....	5
二、深耕贵阳，区域地产龙头地位稳固 .....	6
（一）贵阳楼市回暖，促公司地产销售旺盛 .....	6
（二）地产业务盈利分析 .....	9
（三）积极参与 PPP 项目 .....	11
三、积极推进金融战略，大金融产业链构架已成 .....	11
（一）公司大金融产业布局历程 .....	11
（二）贵阳金控引领进军“金融全牌照” .....	13
1、银行业布局逐渐加速 .....	13
2、中天国富证券（原海际证券）助推证券业布局 .....	15
3、全方位布局保险领域 .....	18
4、收购友山基金，完善基金领域布局 .....	21
四、业务快速发展推高债务成本 .....	22
五、盈利预测与投资建议 .....	24
（一）盈利预测 .....	24
（二）估值及投资建议 .....	24
五、风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1： 公司上市以来市值变化 .....	5
图表 2： 营业收入及增速 .....	5
图表 3： 归母净利润及增速 .....	5
图表 4： 截至 2016 年年报公司股权结构 .....	6
图表 5： 贵阳商品房销售面积（万平方米，%） .....	7
图表 6： 贵阳商品房销售额（亿元，%） .....	7
图表 7： 商品住宅新增供应（万平方米） .....	7
图表 8： 商品住宅消化周期（月） .....	7
图表 9： 贵阳新建商品住宅价格指数-环比（%） .....	7
图表 10： 贵阳新建商品住宅价格指数-同比（%） .....	7
图表 11： 贵阳商品房销售均价（元/平方米） .....	8
图表 12： 公司房地产销售面积及金额 .....	8
图表 13： 截至 2017 年 3 月末公司土地储备情况 .....	9
图表 14： 房地产分项目营业收入 .....	9
图表 15： 房地产分项目毛利率 .....	9
图表 16： 销售毛利率（整体法）比较 .....	10
图表 17： 销售净利率（整体法）比较 .....	10
图表 18： ROA（整体法）比较 .....	10



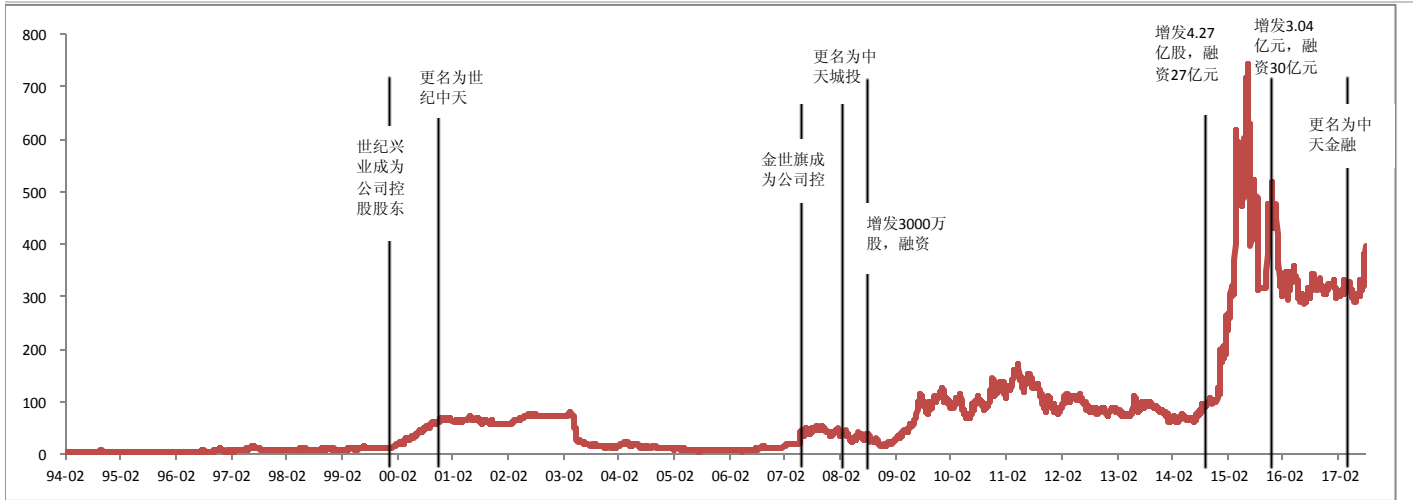
图表 19: ROE-摊薄(整体法)比较.....	10
图表 20: 资产负债率(整体法)比较.....	10
图表 21: 销售费用率(整体法)比较.....	10
图表 22: (拟)参与 PPP 项目.....	11
图表 23: 公司大金融产业布局历程.....	11
图表 24: 公司大金融产业链.....	13
图表 25: 贵阳农商行营收走势.....	14
图表 26: 贵阳农商行净利润走势.....	14
图表 27: 增资扩股前贵阳农商行股权结构.....	14
图表 28: 贵安银行股权结构.....	15
图表 29: 增资后海际证券股权结构.....	15
图表 30: 中天国富证券(原海际证券)业务概览.....	16
图表 31: 中天国富证券近年来营收走势.....	16
图表 32: 中天国富证券净利润走势.....	16
图表 33: 中天国富证券净资本(亿元).....	17
图表 34: 中天国富证券与投行类券商资产负债率对比.....	17
图表 35: 中天国富证券与投行类券商 ROE 对比.....	17
图表 36: 中天国富证券(原海际证券)历史沿革.....	18
图表 37: 2016 年中融人寿股权结构.....	18
图表 38: 中融人寿营收走势.....	19
图表 39: 中融人寿净利润走势.....	19
图表 40: 中融人寿总资产变动.....	19
图表 41: 中融人寿偿付能力充足率.....	19
图表 42: 华宇再保险股权结构.....	20
图表 43: 百安互联网保险股权结构.....	20
图表 44: 互联网保险保费及占比.....	21
图表 45: 增资后友山基金股权结构.....	22
图表 46: 公司有息债务情况.....	22
图表 47: 2017 年(拟)新增债券情况.....	23
图表 48: 公司财务费用变动.....	23
图表 49: 公司截至 2017.8.3 对子公司担保情况.....	23
图表 50: 中天金融盈利预测.....	24
图表 51: 可比公司估值.....	25
图表 52: RNAV 估值.....	25
图表 53: 公司 PE Band 图.....	26
图表 54: 公司 PB Band 图.....	26
附录: 公司财务预测表(百万元).....	27



## 一、公司介绍

公司是贵州地区唯一一家上市的房地产企业。公司与 1994 年上市，第一大股东为贵阳市国有资产办公室（贵阳国资委）。此后，公司控股权经历两次易主，于 2007 年通过股权转让，现第一大股东金世旗国际控股有限公司正式入主公司。金世旗成为公司大股东以后，公司充分利用 A 股市场融资优势，公司步入发展快车道。

图表1： 公司上市以来市值变化

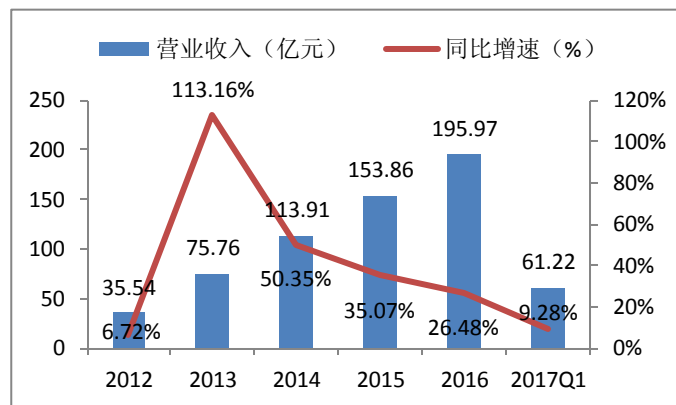


资料来源:Wind, 联讯证券

公司以房地产开发为主营，是贵州地区龙头房企公司。为顺应新的经济发展需求与地方发展政策，公司积极向金融领域转型，形成“金融+地产”的业务结构“双轮驱动”。公司深耕贵州地区，在参与贵州地区金融业发展上具有先发优势，公司通过新设、控股、参股等方式在创新金融、传统金融领域上实现快速扩张。公司以贵阳金控作为公司在持牌类金融业务领域核心运营平台，以全资子公司中天普惠金服为创新金融领域运营主体，金融版图不断完善。

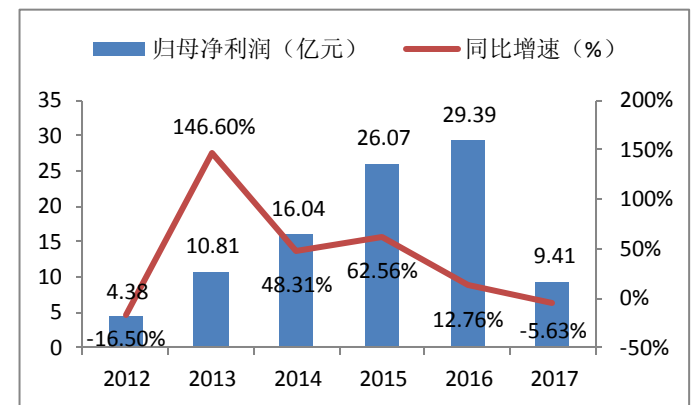
此外，公司在教育、会议、物业、会展、旅游板块也有良好的发展。公司在大健康业务上尚未形成实质性进展且已暂停，根据公司战略，待保险公司相关业务全面开展后择机重新启动。

图表2： 营业收入及增速



资料来源: Chioce, 联讯证券

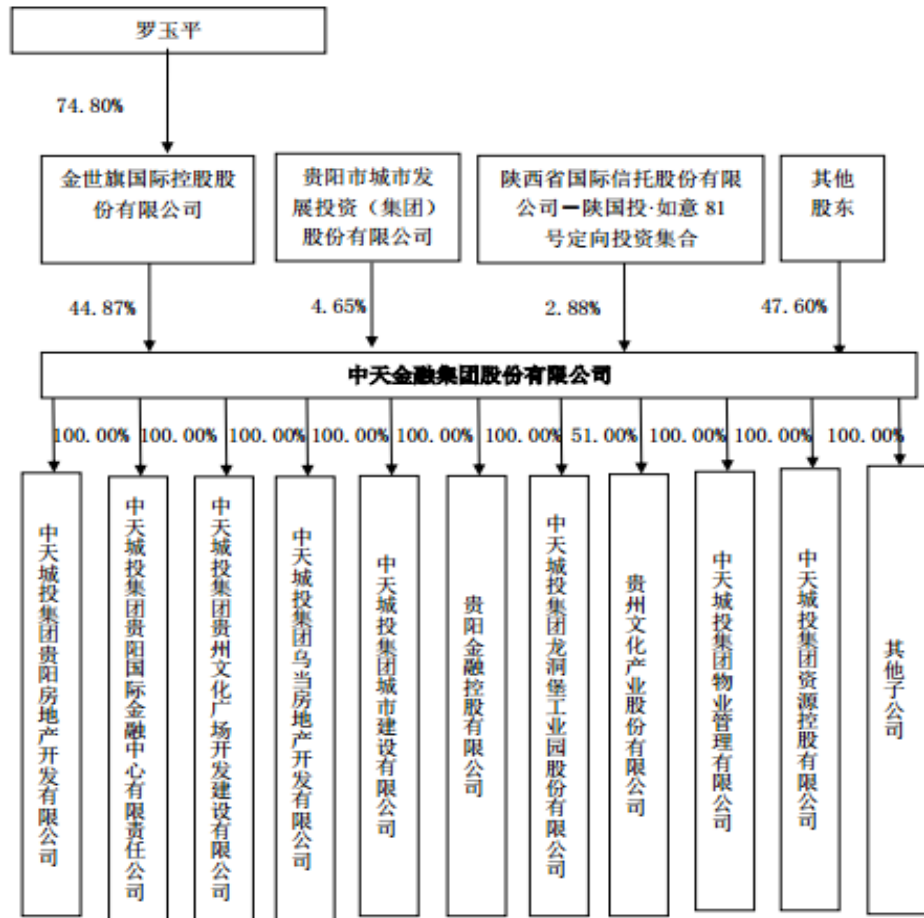
图表3： 归母净利润及增速



资料来源: Chioce, 联讯证券



图表4：截至 2016 年年报公司股权结构



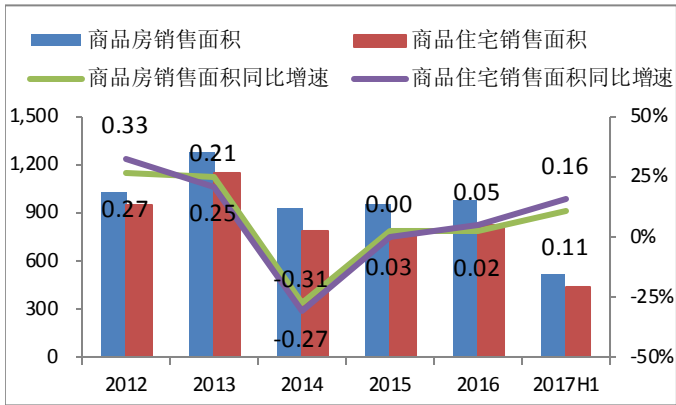
资料来源:公司公告, 联讯证券

## 二、深耕贵阳，区域地产龙头地位稳固

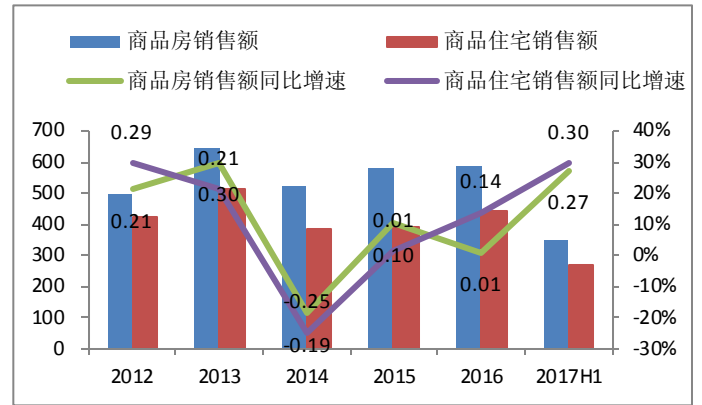
公司是贵州地区的房地产龙头企业，土地储备主要集中在贵阳地区。公司拥有包括中天未来方舟、贵州金融城、贵阳世贸中心、贵阳国际会展中心、中天花园、中天世纪新城等多个明星项目。

### （一）贵阳楼市回暖，促公司地产销售旺盛

2017 年，贵阳地区房地产销售情况良好。截至上半年，贵阳地区实现商品房销售面积 515.70 万平方米，同比增长 10.80%；实现销售额 351.15 亿元，同比增长 27.30%；商品住宅销售面积 437.56 万平方米，同比增长 15.70%；对应销售额 267.47 亿元，对应 29.50%的涨幅。

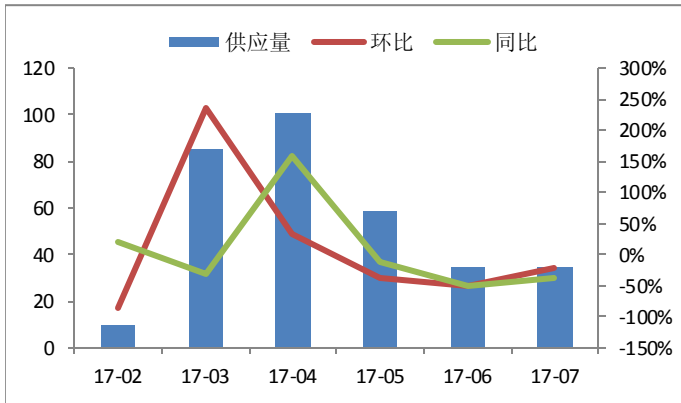

**图表5: 贵阳商品房销售面积 (万平方米, %)**


资料来源: 贵阳市统计局, 联讯证券

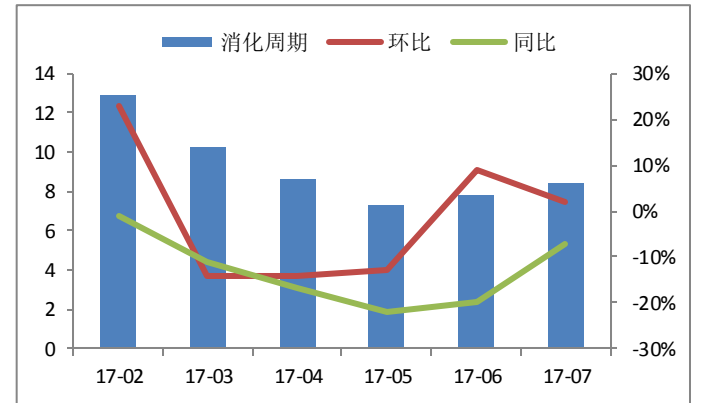
**图表6: 贵阳商品房销售额 (亿元, %)**


资料来源: 贵阳市统计局, 联讯证券

从供给方面来看, 上半年贵阳地区商品房市场供应量持续走低, 去库存力度不断加强。据 CRIC 统计, 贵阳库存消化周期不断下降, 最低降至 7.26 个月。

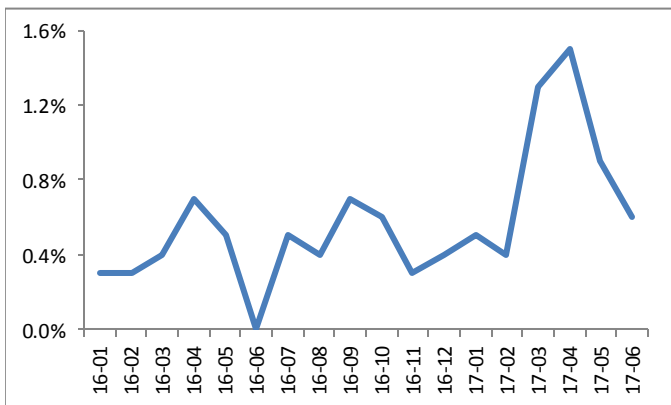
**图表7: 商品住宅新增供应 (万平方米)**


资料来源: CRIC, 联讯证券

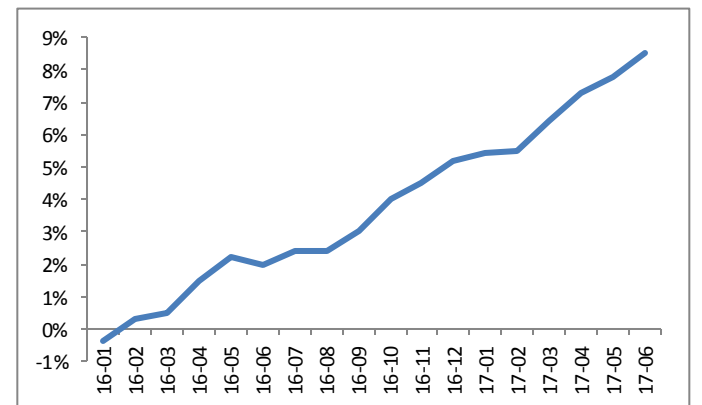
**图表8: 商品住宅消化周期 (月)**


资料来源: CRIC, 联讯证券

楼市供不应求的局面促使 2017 年上半年贵阳新建商品住宅价格持续上涨。2017 年 6 月, 贵阳新建商品住宅价格指数同比增长 8.50%; 上半年, 贵阳住宅销售均价已突破 6000 元/平方米。

**图表9: 贵阳新建商品住宅价格指数-环比 (%)**


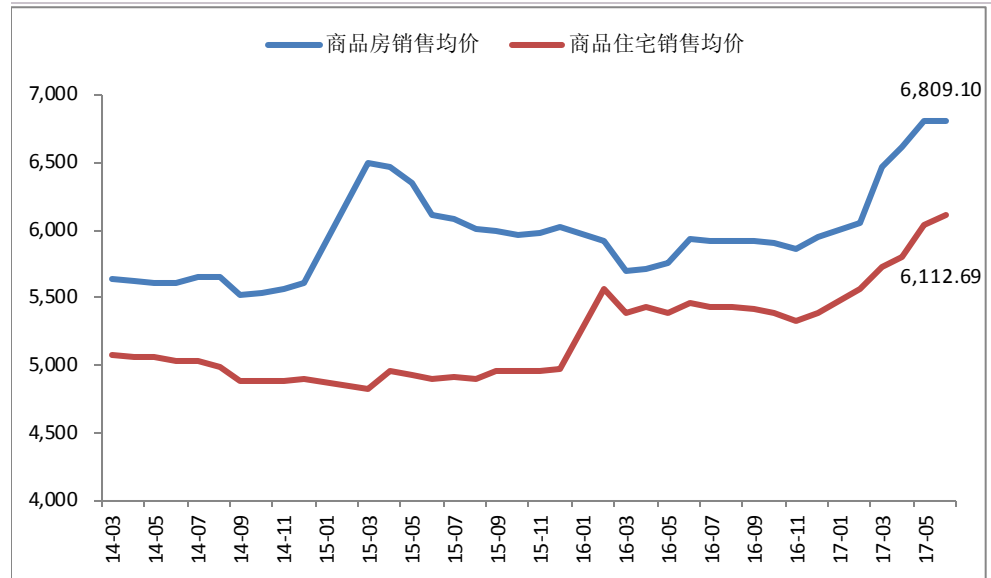
资料来源: 国家统计局, 联讯证券

**图表10: 贵阳新建商品住宅价格指数-同比 (%)**


资料来源: 国家统计局, 联讯证券



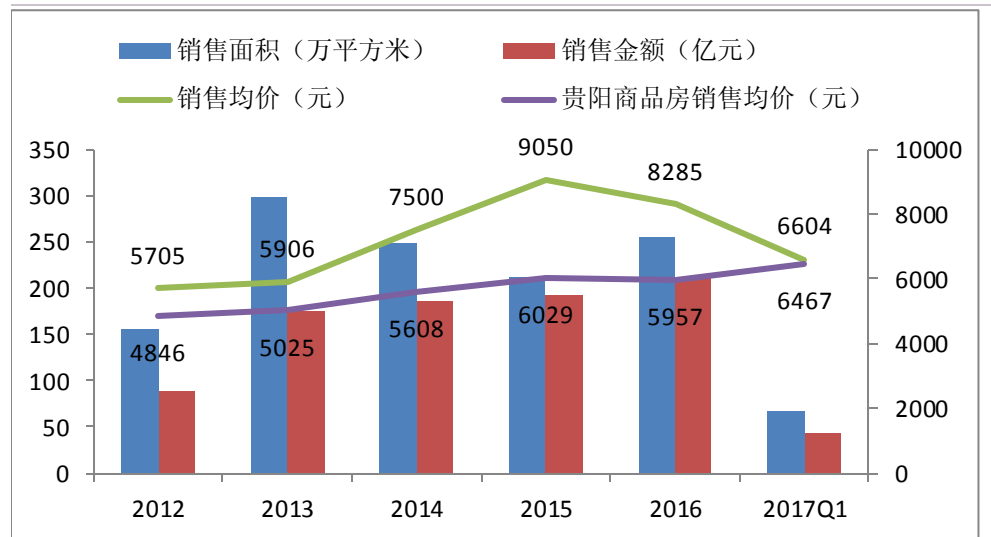
图表11: 贵阳商品房销售均价 (元/平方米)



资料来源: 联讯证券

受贵阳地区房地产市场销售良好带动, 公司 1-7 月房屋销售势头良好。据 CRIC 的 1-7 月全国房企销售 100 排名统计, 公司房地产销售额达到 152.1 亿元, 排名 61 位; 权益金额 152.1 亿元, 排名 56 位; 销售面积 181.4 万平方米, 排名 37 位。在贵阳地区房地产销售量价齐升的环境下, 公司全年地产销售不出意外将创下新高, 为公司短期业绩持续增长打下坚实基础。

图表12: 公司房地产销售面积及金额



资料来源: 公司评级公告, 联讯证券

截至 2017 年 3 月末, 公司土地储备面积 231.72 万平方米, 储备建筑规划面积 1053.76 万平方米, 全部为全产权持有。大部分土地获得时间在 2010-2013 年, 截止 2017 年 3 月末, 公司累计平均楼面价为 1,134 元/平方米。从公司每年开发与销售的进度来看, 公司土地储备充足, 贵阳房企龙头地位稳固。





图表13: 截至 2017 年 3 月末公司土地储备情况

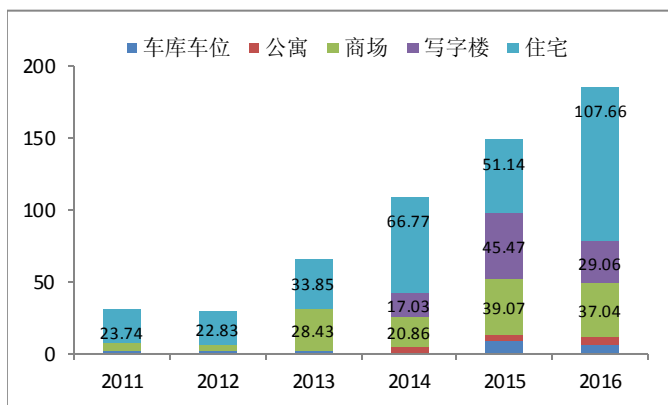
项目	地理位置	土地储备面积	储备规划建筑面积	土地用途	法律手续	权益占比
中天未来方舟	贵阳市	78.43	369.91	住宅、商业	已获得土地证	100
贵阳国际金融中心	贵阳市	26.04	125.99	住宅、商业、办公	已获得土地证	100
渔安安井 F13 组团	贵阳市	0.88	5.97	住宅	已获得土地证	100
假日方舟	贵阳市	102.63	294.8	商务、商业、娱乐康体	已获得部分土地证	100
贵州文化广场	贵阳市	21.06	241.53	住宅、商业	已缴纳完土地出让金	100
遵义万里湘江	遵义市	2.68	15.56	住宅、商业	已获得土地证	100
合计	-	231.72	1,053.76	-	-	-

资料来源: 公司评级报告, 联讯证券

## (二) 地产业务盈利分析

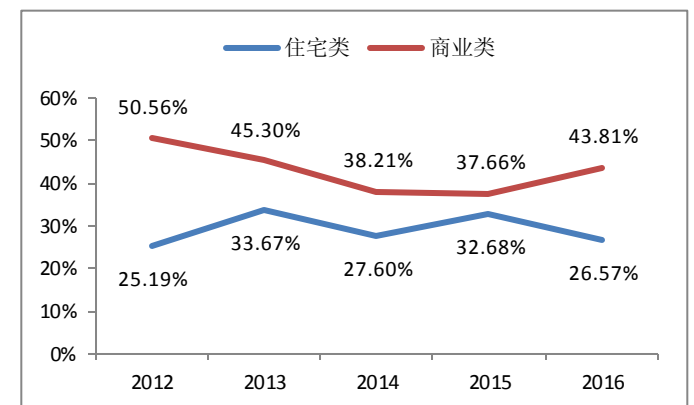
公司地产项目涉及商业住宅、保障房、商业地产等多个种类。2016 年, 公司房地产业务总收入 186.94 亿元, 其中, 住宅收入 107.66 亿元, 商业类收入 79.28 亿元。由于住宅毛利相对较低, 而公司主要收入来自于住宅, 导致公司 2016 年整体毛利略有下滑。

图表14: 房地产分项目营业收入



资料来源: Choice, 联讯证券

图表15: 房地产分项目毛利率

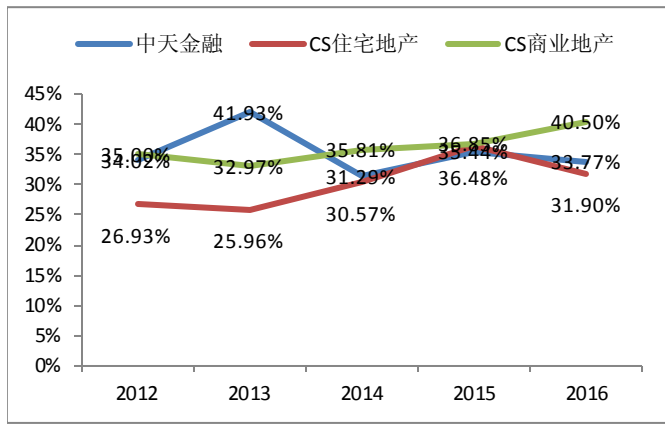


资料来源: 公司公告, 联讯证券

与行业整体水平比较, 公司销售毛利率、净利率介于住宅地产与商业地产之间, 与同行业比较, 公司商业地产毛利率高于行业平均水平, 而住宅类相对较低。

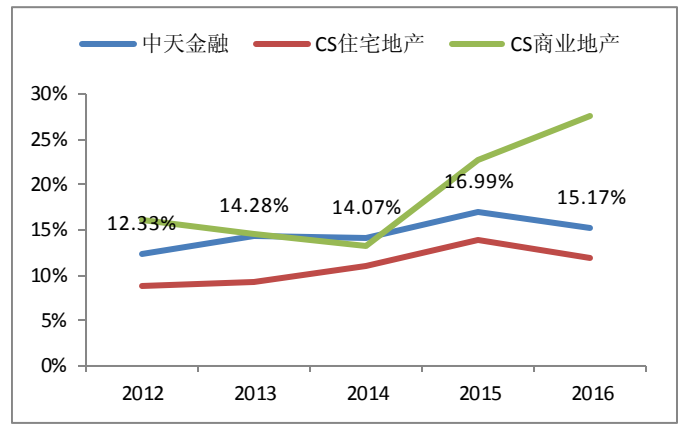


图表16: 销售毛利率(整体法)比较



资料来源: Wind, 联讯证券

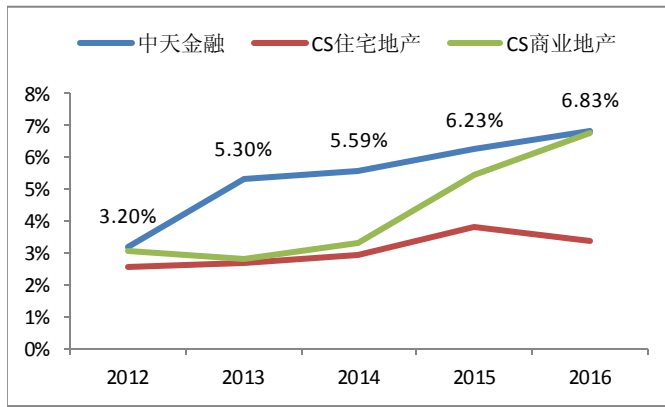
图表17: 销售净利率(整体法)比较



资料来源: Wind, 联讯证券

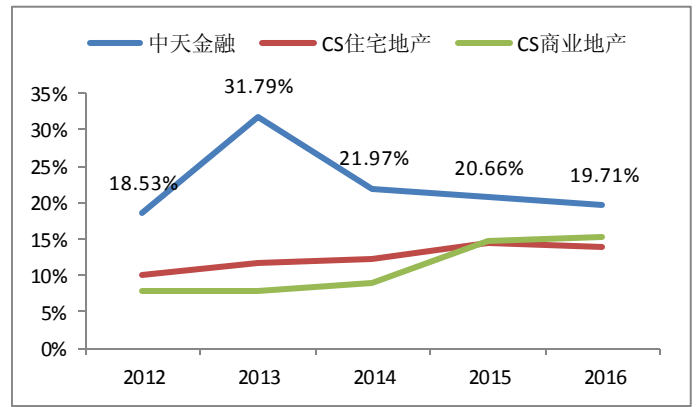
ROA、ROE 则高出行业整体水平; 资产负债率与销售费用率不断下降, 与行业整体水平较为接近。指标变化显示出, 经过近年来公司地产项目的开发与品牌管理, 公司品牌优势显著, 土地储备与开发策略适当, 销售策略不断优化。

图表18: ROA(整体法)比较



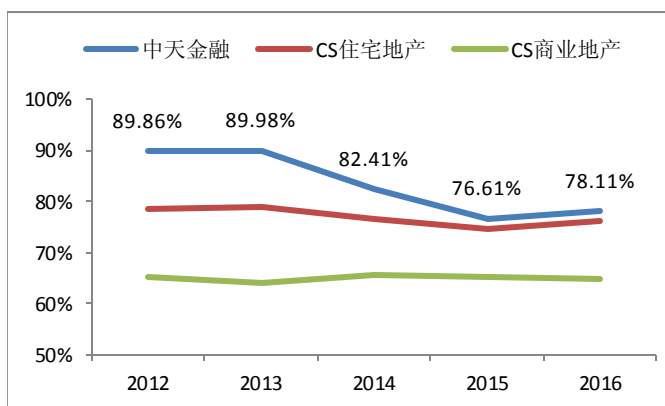
资料来源: Wind, 联讯证券

图表19: ROE-摊薄(整体法)比较



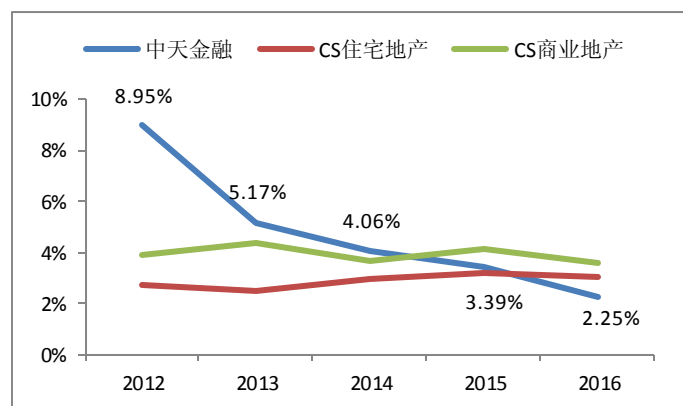
资料来源: Wind, 联讯证券

图表20: 资产负债率(整体法)比较



资料来源: Wind, 联讯证券

图表21: 销售费用率(整体法)比较



资料来源: Wind, 联讯证券



### （三）积极参与 PPP 项目

除传统地产项目外，公司也积极参与 PPP 项目。参与 PPP 项目已是当前许多地产公司加强地区土地储备的重要途径。2017 年，公司与贵阳综合保税区管委会签订《合作框架协议》，拟通过 PPP 模式参与贵阳综合保税区国际化山地保税新城项目，项目总面积 8700 亩，规划建设用地面积 4800 亩，包含一级土地开发、二级土地开发、以及基础设施与配套设施的建设。如果公司能一举拿下该项目，不但为公司未来参与 PPP 项目积累经验，也将为公司储备大量土地，稳固区域龙头优势。目前，公司已启动在贵州及云南玉溪、昆明 PPP 项目合作，并积极推进在四川地区的 PPP 项目布局规划。

图表22: (拟) 参与 PPP 项目

地区	项目名称	投资总额	
贵阳	贵阳综合保税区国际化山地保税新城项目	基础设施、道路管网、公共配套等 PPP 项目	约 100 亿元
		一级土地开发	约 50 亿元
		代建工程	约 50 亿元
		二级土地开发及其他	约 100 亿元
玉溪		300-500 亿元	
昆明	官渡区住房和城乡建设局(采购人)的昆明市官渡区 14 号路(含地下综合管廊)及五甲塘分区市政道路政府和社会资本合作政府采购项目	中标金额 52 亿元	

资料来源: 公司公告, 联讯证券

## 三、积极推进金融战略，大金融产业链构架已成

“大金融”布局是公司长期性及战略性的规划和未来发展的重点产业。目前，公司已确立了“以保险、证券、银行为主体，基金、资管、多元金融为辅翼，地产实业为基石”的发展路径。

未来，大金融产业全面整合及金融协同效应的充分发挥，是公司重要的战略部署，也是公司未来业绩增长的核心动力，公司将持续加大对金融产业的投入，提升现有金融资产运营效率与效益，使金融类业务成为公司利润重要来源，其对公司整体利润贡献也将逐步显现。

### （一）公司大金融产业布局历程

2014 年，贵阳金融控股有限公司设立，由该公司统领公司传统金融领域投资业务，布局银行、保险、证券、基金等持牌类业务。同年 8 月，公司增资入股贵阳市互联网金融产业投资有限公司并取得控股权，布局大数据领域。2015 年，公司设立中天普惠金服，全面布局创新金融及权益类交易业务。2017 年 3 月，公司由中天城投更名为中天金融集团，成为贵州首家民营控股金融集团，体现了公司向大金融产业转型的决心。目前，公司大金融产业链构架已经基本形成。

图表23: 公司大金融产业布局历程

时间	事件
2013.12.3	增资 9443 万元入股贵州银行，入股数量 7300 万股，持股 0.99%。
2014.08.15	以自有资金出资 3000 万元，参与贵阳互联网金融产投公司增资扩股并成为其第一大股东，持股 46.15%，布局互联网金融行业。



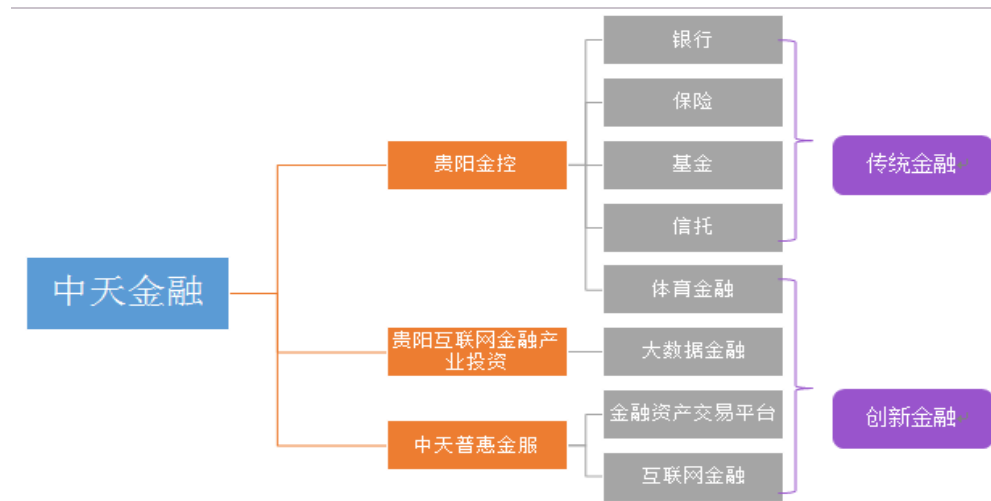
时间	事件
2014.11.28	以自有资金出资 3500 万元，参与完成贵阳互联网金融产投公司增资扩股，增资后持股 65%，达到绝对控股。
2014.12.25	拟成立的金融投资公司组建完成，名称为贵阳金融控股公司，是公司持牌类金融业务领域核心运营平台。
2015.01.17	以现金和公司持有贵阳互联网金融产投 65% 股权对贵阳金控增加注册资本 27.5 亿元
2015.1.19	贵阳金控拟出资 3.3 亿元参与贵州合石电子商务的增资扩股，持股 55%，布局互联网金融。
2015.1.19	贵阳金控与贵阳高新黔投小额贷款公司达成战略合作协议，进军小额贷款行业。
2015.1.19	设立两个股权投资基金，搭建股权投资与并购重组平台。
2015.5.15	拟出资 6.5 亿元成立中天城投融资担保有限公司，持股比例 65%。
2015.5.15	以贵阳金控作为主发起人，拟出资 3.3-6.5 亿元成立贵州贵阳中天城投小额贷款有限公司，为最大出资人，继续布局小额贷款行业。
2015.5.15	与贵州中黔金融资产交易中心有限公司签订战略合作框架协议
2015.6.4	出资 8.5 亿元增资贵阳金控，增资后注册资本达到 36 亿元。
2015.6.17	贵阳金控出资 3900 万元参与投资设立贵阳体育金融，占股 39%，为公司第二大股东，发展创新金融业务。
2015.7.27	出资 20 亿设立中天普惠金服，重点发展创新金融业务。
2015.8.18	改为由中天普惠金服以自有资金出资 3.3 亿元参与合石电商的增资扩股，占股 55%。
2015.9.28	中天普惠金服以 5700 万元参与上海柯斯软件增资扩股，持股 29%，为第一大股东，布局互联网金融行业。
2015.10.27	贵阳金控拟出资 3 亿参与设立华宇再保险股份有限公司，占股 20%
2015.11.16	贵阳金控拟出资 1.8 亿元合资设立百安互联网保险股份有限公司，占股 18%
2015.12.12	贵阳金控成功竞得海际证券 66.67% 股份，成交价 30 亿
2016.1.4	贵阳金控出资 1.45 亿元参与友山基金的增资扩股，占股 70%
2016.2.6	拟设立中天城投集团地产基金管理公司，母基金规模 40 亿，布局产业基金
2016.7.25	公司与平安信托签订战略合作协议，平安拟支持规模 100 亿人民币
2016.8	公司控股子公司友山基金获得公募基金销售资质，并设立了大河基金销售有限公司。
2016.9.5	贵阳金控参与竞拍清华控股在产权交易所公开转让中融人寿的 20% 股权。
2016.11	贵阳金控全资子公司联合铜箔拟分别出资 12.35 亿元和 6.28 亿元参与认购中融人寿股份，增资后分别占股 19%、17.36%。
2016.11.24	对全资子公司贵阳金控增资 39 亿元。增资完成后，贵阳金控注册资本增至 99 亿元，持股 100% 比例不变。
2016.12.30	贵阳金控出资 27.80 亿元参与海际证券增资，占增资后海际证券 94.92% 股权。
2017.3.14	公司名称由中天城投更名为中天金融
2017.3.17	拟对全资贵阳金控增资 52 亿元。增资完成后，贵阳金控注册资本增至 151 亿元，持股 100% 比例不变。
2017.4.26	贵阳金控拟将所持有的海际证券 94.92% 的股权转让给公司。本次股权转让完成后，海际证券成为公司的一级子公司，公司持股 94.92%。
2017.7.12	贵阳金控拟以每股 1.56 元的价格认购贵阳农商行本次增资不超过 3.2 亿股，占其增发后的总股本 10%。
2017.8.1	公司子公司海际证券更名为中天国富证券。

资料来源：公司公告、联讯证券



公司的大金融产业链主要分为两个部分：传统金融与创新金融。其中，传统金融主要通过贵阳金控统领，是公司持牌类金融业务领域核心运营平台，以获取包括银行、保险、证券、信托、基金等在内的“金融全牌照”为目标，不断丰富和完善公司金融业态。而创新金融方面主要靠中天普惠金服和贵阳互联网金融产业投资牵头，全面布局创新金融及权益类交易业务。

图表24： 公司大金融产业链



资料来源：公司公告，联讯证券

## （二）贵阳金控引领进军“金融全牌照”

贵阳金控是公司持牌类金融业务领域核心运营平台，从参控股企业来看，贵阳金控的参控股企业涵盖保险、银行、基金、融资租赁、登记结算等方面，涉及金融的各个领域。

目前，公司已经获得了证券、保险、私募基金、公募基金销售的牌照，而新设的财险、再保险、民营银行、公募基金等相关金融企业已进入审批筹建流程。信托行业虽然竞拍四川信托股权失败，但为进军“金融全牌照”，公司仍将继续关注信托业布局机会，和平安信托的合作也体现了公司布局信托业的决心。

### 1、银行业布局逐渐加速

在银行业领域，公司目前持有贵阳银行 1.27% 股权，贵州银行 0.99% 股权，比例较小。因此公司继续加强银行业布局，拟参与贵阳农商行增资入股，并发起设立贵安银行。

#### （1）贵阳农商行

**拟增资入股贵阳农商行，估值约 49.92 亿元。**贵阳农商行拟增发不超过 14 亿股票提高资本充足率，增发完成后，总股本不超过 32 亿股。2017 年 7 月 12 日，公司全资子公司贵阳金控拟以 1.56 元/股的价格认购贵阳农商行本次增资不超过 3.2 亿股，约占贵阳农商行增发后总股本的 10%，对应估值约 49.92 亿元。

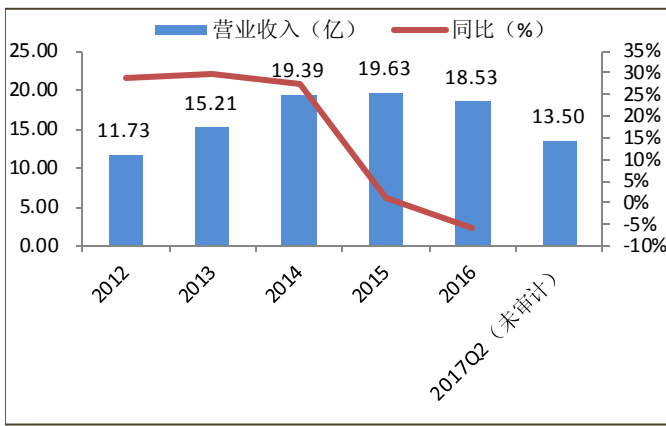
**聚焦“三农”小微客户。**贵阳农商行于 2011 年 12 月 23 日正式挂牌，注册资本 18 亿元人民币。目前经营范围主要有存款业务、贷款业务、代理业务、结算业务、融资业务、银行卡业务等。贵阳农商行现有 1 个营业部、9 个一级支行，86 个营业网点，遍布贵阳各乡镇。贵阳农商行明确自身定位，为中小微企业、“三农”和市民服务，在服务



“三农”及小微客户方面积累了一定优势。

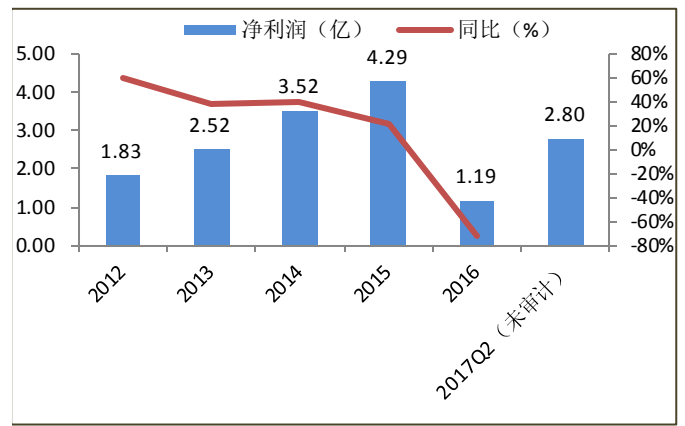
**营收与净利润有所回升。**从近年来的营收来看，公司的营业收入在 2012-2015 年不断增长，2016 年有所下跌。从净利润来看，在 2012-2015 年，公司的净利润不断增长且保持着较高的增长速度，但在 2016 年，公司净利润仅为 1.19 亿元，较 2015 年下跌了 72%，主要是由于公司较高的运营成本以及不良贷款率增加。2017 年上半年，公司实现营业收入 13.5 亿元，半年内完成了 2016 年营收的 73%。公司实现净利润 2.80 亿元，经营情况有所改善。从近年来的业绩来看，公司的经营存在一定的风险，农商银行普遍存在着资产质量下降、盈利能力相对落后、风险管控能力较弱、更容易受经济下行影响等问题。但是，公司 2017 年上半年业绩的回升，也说明了公司在不断地改善这些问题，寻找利润增长空间。

图表25： 贵阳农商行营收走势



资料来源：公司公告、联讯证券

图表26： 贵阳农商行净利润走势



资料来源：公司公告、联讯证券

**若增资成功公司将成其重要股东。**从贵州农商行当前的股权结构来看，股权较为分散，最高持股只占到 10%，而本次增资完成后，公司的股权约占贵州农商行股份的 10%。

图表27： 增资扩股前贵阳农商行股权结构

序号	股东名称	持股总数 (万股)	持股比例 (%)
1	贵阳金阳建设投资 (集团) 有限公司	18000	10.00
2	贵州轮胎股份有限公司	14600.10	8.11
3	贵州神奇药业股份有限公司	8650	4.81
4	贵州华工工具注塑有限公司	8640	4.80
5	贵阳市市政建设投资有限公司	8640	4.80
6	贵阳金龙房地产开发有限公司	8220	4.57
7	贵阳市旅游文化产业投资 (集团) 有限公司	5380	2.99
8	贵州商业储运 (集团) 有限公司	5150	2.86
9	贵州机电 (集团) 有限公司	5100	2.83
10	贵州远程制药有限责任公司	3620	2.01

资料来源：公司公告、联讯证券

## (2) 贵安银行

**发起设立贵安银行，拟持股 30%。**2016 年 7 月，公司全资子公司贵阳金控以第一大股东身份作为主发起人联合贵州省内其他民营企业共同发起设立贵州省第一家民营银



行--贵安银行。贵安银行注册资本 20 亿元，公司拟投资 6 亿元，持股比例 30%。另一大发起人贵州美益投资（集团）有限公司持股 29.5%，贵州美益是一家专业投资管理公司，主营城建、商务、教育投资、股权投资、项目投融资等业务。其他股东（未定）持股 40.5%。

该事项由贵州省金融办、贵州省银监局牵头筹建，预计于 2017 年完成批筹。贵安银行若审核获批，公司在银行业的布局将更进一步。

**图表28： 贵安银行股权结构**

序号	股东名称	拟认缴股份（万股）	持股比例（%）
1	贵阳金融控股有限公司	60000	30
2	贵州美益投资（集团）有限公司	59000	29.5
3	其他发起人（暂未最终确定）	81000	40.5

资料来源：公司公告，联讯证券

## 2、中天国富证券（原海际证券）助推证券业布局

### （1）增资中天国富证券，获得绝对控制权

2015 年 12 月，贵阳金控通过竞拍方式，以 30.11 亿元的报价获得了海际证券 66.67% 的股权，对其估值约 45.17 亿元，对应商誉 27.52 亿元。

2016 年 11 月，海际证券通过公开挂牌相结合的形式进行增资扩股，新增注册资本人民币 27.80 亿元，增资后注册资本 32.80 亿元。贵阳金控按照原有持股比例 66.67% 认购海际证券 18.53 亿元增资份额，并以 16.67 亿元在上海联交所认购海际证券新增注册资本 9.27 亿元，对应估值 59 亿元。此次增资贵阳金控将股权提高至 94.92%。2016 年 12 月 29 日，海际证券迁址贵阳，成为贵州省第一家民营控股证券公司，同期贵州证监局核准海际证券设立北京、上海、深圳、贵州等地分公司，全面铺开投行业务。

**图表29： 增资后海际证券股权结构**

序号	股东名称	出资份额（万元）	持股比例（%）
1	贵阳金融控股有限公司	311350.5148	94.92
2	上海证券有限责任公司	16666.6667	5.08
	小计	328017.1815	100

资料来源：公司公告，联讯证券

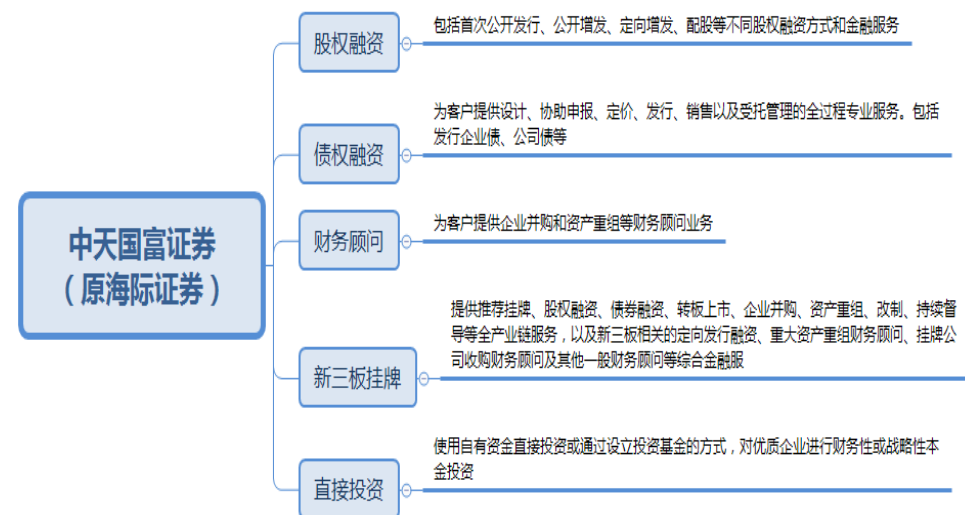
2017 年 4 月，贵阳金控拟将持有的 94.92% 的海际证券的股份转让给公司，海际证券成为公司一级子公司。此次转让能够进一步完善公司的治理结构，优化资源配置，提升管理协同效率。2017 年 8 月，海际证券更名为中天国富证券。

### （2）投行业务为主，资产负债率远低于行业

中天国富证券是一家投行类券商，业务主要集中在证券承销保荐类业务，包括股权融资、债权融资、财务顾问、新三板挂牌以及直接投资的业务。近年来，中天国富证券依托在管理、技术和客户资源方面的优势，积极开拓国内外资本市场，在承销保荐、财务顾问等业务领域取得了良好的成绩，成功为多家公司提供了财务顾问服务。



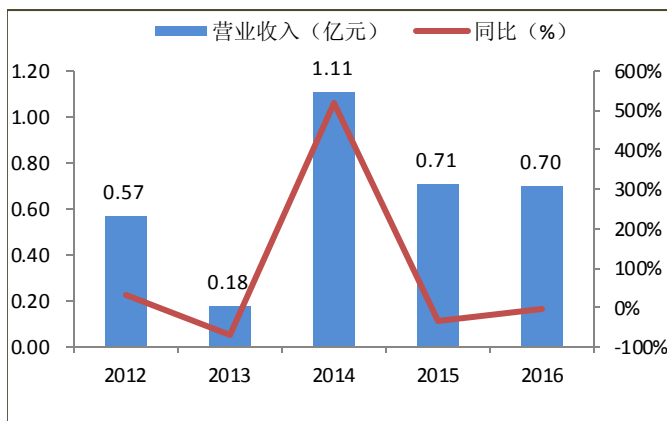
图表30: 中天国富证券(原海际证券)业务概览



资料来源:公司官网, 联讯证券

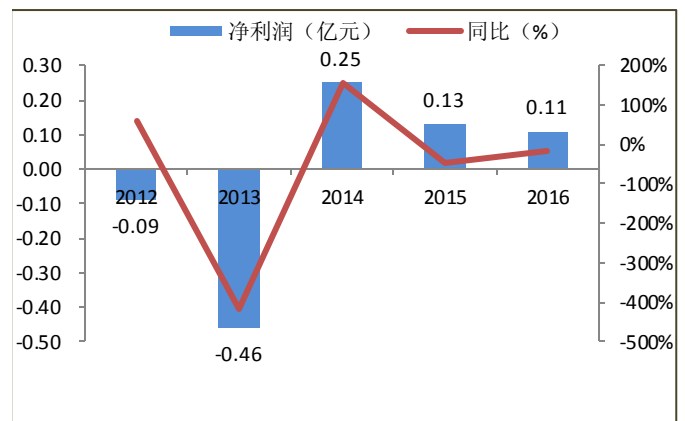
从营收、利润的走势来看,中天国富证券的营收和利润 2014 年有所增长,但在 2015 年下滑较多,而 16 年较 15 年没有太大波动。2016 年末,中天国富证券实现营收 0.7 亿元,净利润 0.11 亿元。

图表31: 中天国富证券近年来营收走势



资料来源:公司公告、联讯证券

图表32: 中天国富证券净利润走势



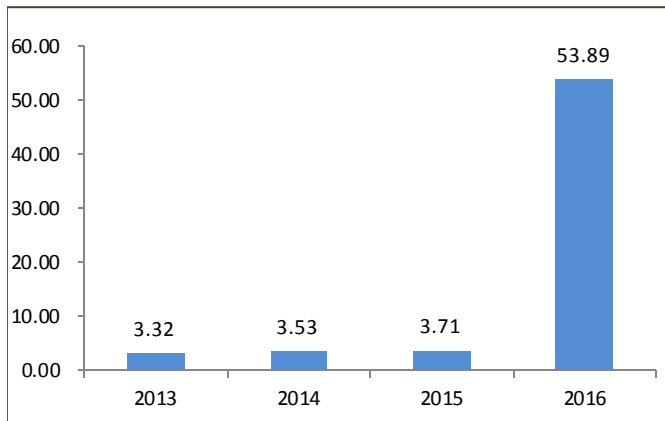
资料来源:公司公告、联讯证券

从净资产来看,公司近年来净资产不断提升,尤其是 2016 年由于贵阳金控的增资,净资产达到了 53.89 亿元,公司的流动性较高,偿付能力较强。从资产负债率来看,公司的资产负债率远低于投行类券商的平均水平,2016 年,由于增资扩股,公司的资产负债率仅有 0.2%,远低于行业的 72.3%,因此公司的偿债能力远高于行业平均水平。从 ROE 来看,中天国富证券的净资产收益率一直低于投行类券商的平均水平,但近年来,公司的 ROE 和行业平均水平的差距有所缩减,公司的获利能力有所增长。



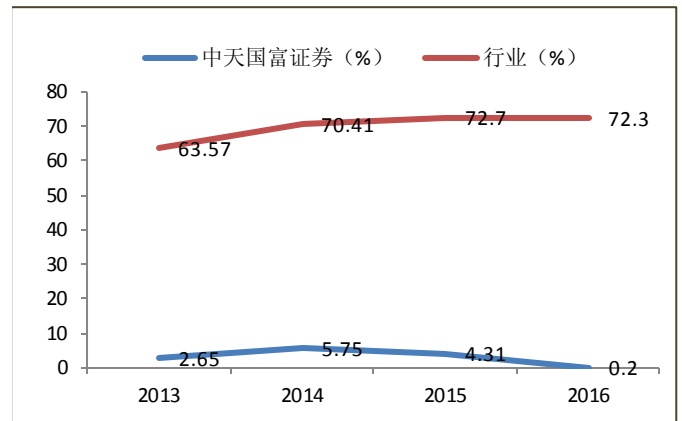


图表33: 中天国富证券净资本 (亿元)



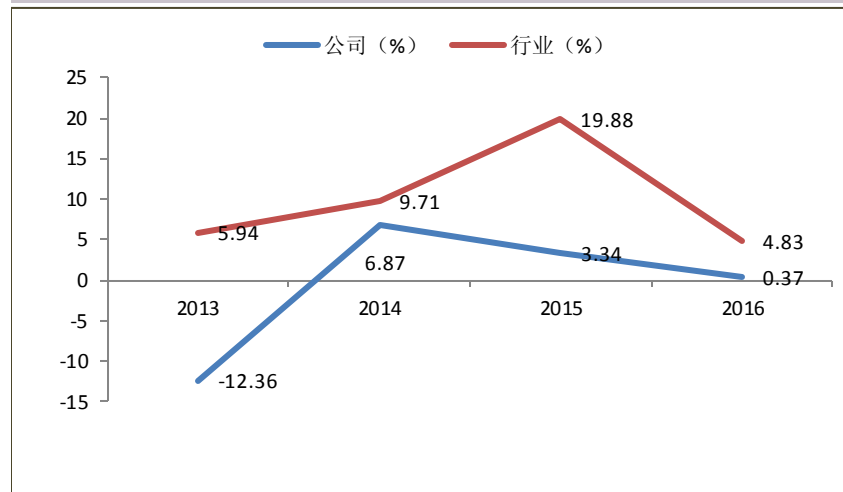
资料来源: 公司公告、联讯证券

图表34: 中天国富证券与投行类券商资产负债率对比



资料来源: 公司公告、联讯证券

图表35: 中天国富证券与投行类券商 ROE 对比



资料来源: 公司公告、联讯证券

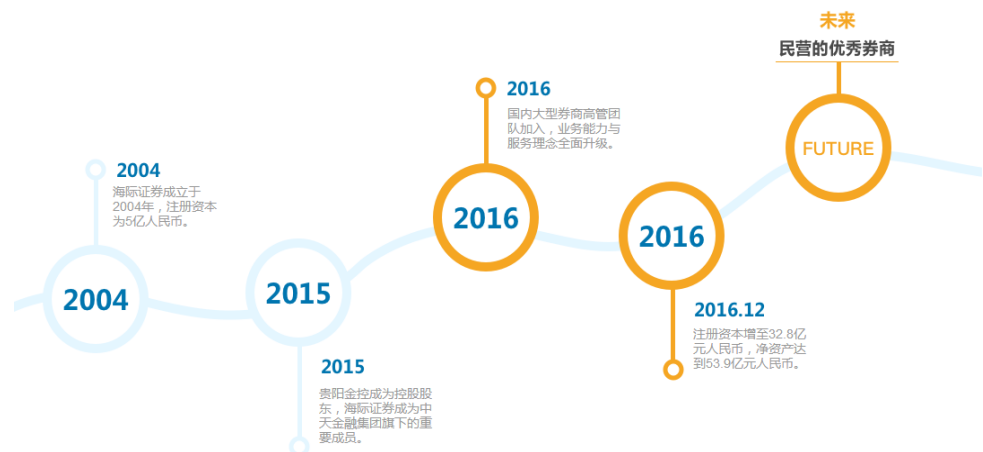
### (3) 差异化竞争优势推进中天国富证券发展

中天国富证券致力于建立综合业务平台, 通过综合业务管理系统的部署, 以条块化结合的管理模式, 整合公司整体业务。在投资方面, 公司在发展牌照业务的基础上培育卓越的投资能力, 通过一级市场的 PE 投资、一级半市场的定增和并购基金投资、二级市场的量化、固收及方向性投资, 提升公司的整体盈利水平。

截至 2017 年 3 月末, 中天国富证券计划申请包括经济业务、自营业务、资产管理业务等在内的新业务牌照。未来, 公司将积极推动提升中天国富证券评级, 推动其启动经纪及资管业务布局。根据公司规划, 未来五年中天国富证券将以进入券商行业的前二十位, 民营券商前三位, 成为优秀民营券商为发展目标。



图表36：中天国富证券（原海际证券）历史沿革



资料来源:公司官网, 联讯证券

### 3、全方位布局保险领域

#### (1) 寿险领域：拟控股中融人寿

中融人寿保险股份有限公司成立于2010年3月26日，注册资本13亿元。目前经营的产品包括寿险、健康险、意外伤害保险等。

2015年10月，贵阳金控以自有资金20亿元收购联合铜箔（惠州）有限公司100%股权，原股东剥离联合铜箔除所持中融人寿1亿股股份之外的其他资产和负债。公司间接实现收购中融人寿20%的股权，成为并列第一大股东。

2016年9月20日，贵阳金控分别以5元/股的价格认购中融人寿向其增发的24,700万股和12,566万股股份，交易价格分别为123,500万元和62,830万元。该项工作已于2016年11月完成，截止目前公司持有中融人寿36.36%股权。

图表37：2016年中融人寿股权结构

序号	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
1	贵阳金融控股有限公司	24,700	19.00
2	中润合创投资有限公司	24,634	18.95
3	联合铜箔(惠州)有限公司	22,566	17.36
4	深圳市力元资产管理有限公司	22,108	17.01
5	宁波杉辰实业有限公司	15,792	12.15
6	清华控股有限公司	10,000	7.69
7	吉林省信托有限责任公司	8,000	6.15
8	霍氏文化产业集团有限公司	2,200	1.69
	合计	130,000	100.00

资料来源:公司公告, 联讯证券

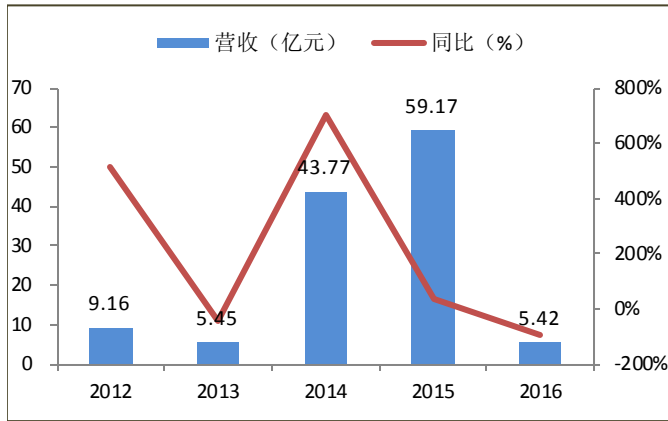
2016年9月，贵阳金控以每股作价20元，总计20亿元参与竞拍清华控股在产权交易所公开转让中融人寿的1亿股股份以及1亿股股份对应的2亿股增资权。根据保监会相关规定，贵阳金控至多认购中融人寿新增股份数为19,234万股，每股认购价格为5元/股，对应交易金额为96,170万元。截至2016年底，公司已支付股权收购款20亿元，



该事项仍需保监会审批。若最终获批并成功实施，公司通过贵阳金控及联合铜箔持有的中融人寿股份比例将达到**51%**。

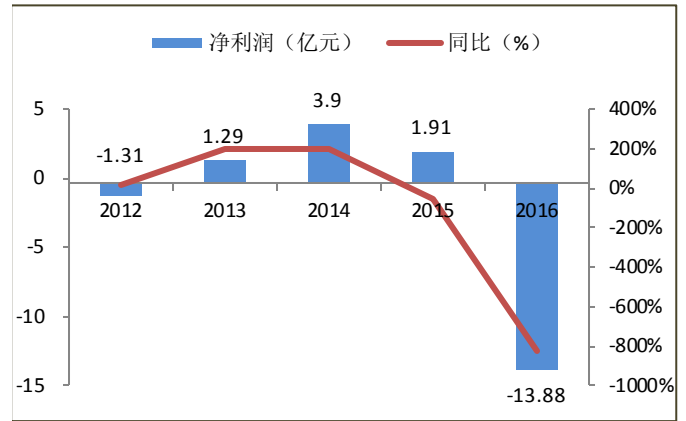
从营收来看，中融人寿的营收在 2013-2015 年间不断增长，且保持着较高的增长率，但在 2016 年营收迅速下跌。净利润在 2012-2014 年不断增长，但从 2015 年开始下降，尤其是 2016 年，公司的净利润为负。2016 年出现亏损主要是由于中融人寿受到监管限制，公司暂停了新增保险业务及其他对外投资业务，且公司投资业务亏损较大。

图表38： 中融人寿营收走势



资料来源：Wind，联讯证券

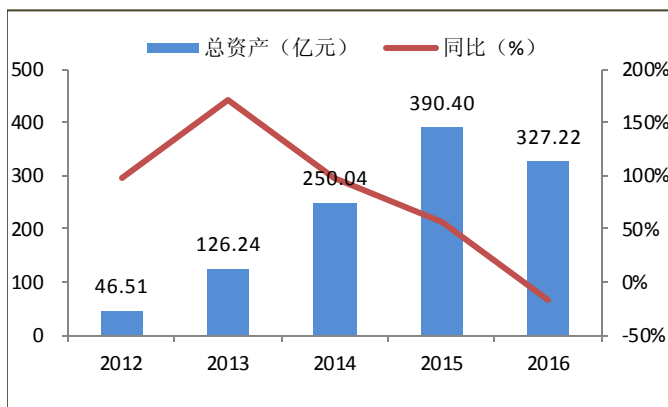
图表39： 中融人寿净利润走势



资料来源：Wind，联讯证券

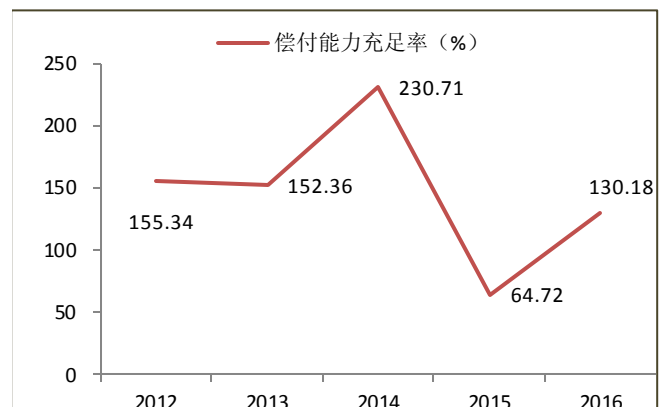
从偿付能力充足率来看，中融人寿在 2012-2014 年一直保持着较高的偿付能力。2015 年下半年，中融人寿在二级市场频繁举牌，该行为因股市大跌而战绩惨烈，导致 2015 年公司的偿付能力有一个大幅的下跌。由于偿付能力不足，中融人寿被责令自 2016 年 1 月 18 日起停止开展新业务，暂停增设分支机构。2017 年 1 月，由于公司在 2016 年通过增资提升了偿付能力充足率，保监会取消了对公司的监管限制，可以预计，中融人寿 2017 年的业务开展较 2016 年会有一个比较大的进展。

图表40： 中融人寿总资产变动



资料来源：公司公告，联讯证券

图表41： 中融人寿偿付能力充足率



资料来源：公司公告，联讯证券

## (2) 再保险领域：拟参与设立华宇再保险

2015 年 10 月，贵阳金控拟以自有资金 3 亿元，与其他公司共同作为发起人，设立华宇再保险股份有限公司，占比 20%，和中江国际信托并列为公司第一大股东。华宇再保险的经营范围主要是人寿再保险业务和非人寿再保险业务，包括中国境内的再保险业



务、中国境内的转分保业务、国际再保险业务，以及资金运用业务。若设立成功，公司在保险领域的布局将更进一步。

2016年6月，华宇再保险筹备工作得到青岛市人民政府及当地相关部门的支持和帮助，华宇再保险拟注册地改为山东省青岛市。2016年10月中旬，华宇再保险筹备组按照保监会的要求，递交了补正材料。目前，华宇再保险仍在筹备过程中。

**图表42： 华宇再保险股权结构**

序号	股东名称	认缴金额（万元）	占总股本比例（%）
1	贵阳金融控股有限公司	30000	20
2	中江国际信托股份有限公司	30000	20
3	北京汇金嘉业投资有限公司	27000	18
4	乐富支付有限公司	21000	14
5	深圳鸿业伟创科技有限公司	21000	14
6	北京宏达信资产经营有限公司	21000	14
	合计	150000	100

资料来源：公司公告，联讯证券

### （3）互联网保险领域：拟投资设立百安互联网保险

贵阳金控拟出资1.8亿元投资设立百安互联网保险公司，占百安互联网保险注册资本的18%，布局互联网保险领域。从股权结构来看，公司股份占比较大，是百安互联网保险的重要股东。公司的经营范围主要是与互联网交易直接相关的企业和家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保证保险、短期健康和意外伤害保险以及上述业务的再保险分出业务，保险资金运用业务等。

**图表43： 百安互联网保险股权结构**

序号	股东名称	认缴金额（万元）	占总股本比例（%）
1	贵阳金融控股有限公司	18000	18
2	广东华声电器股份有限公司	18000	18
3	重庆市博恩科技（集团）有限公司	18000	18
4	北京惠为嘉业科技发展有限公司	18000	18
5	深圳亿辉特科技发展有限公司	18000	18
6	广州粤泰集团有限公司	10000	10
	合计	100000	100

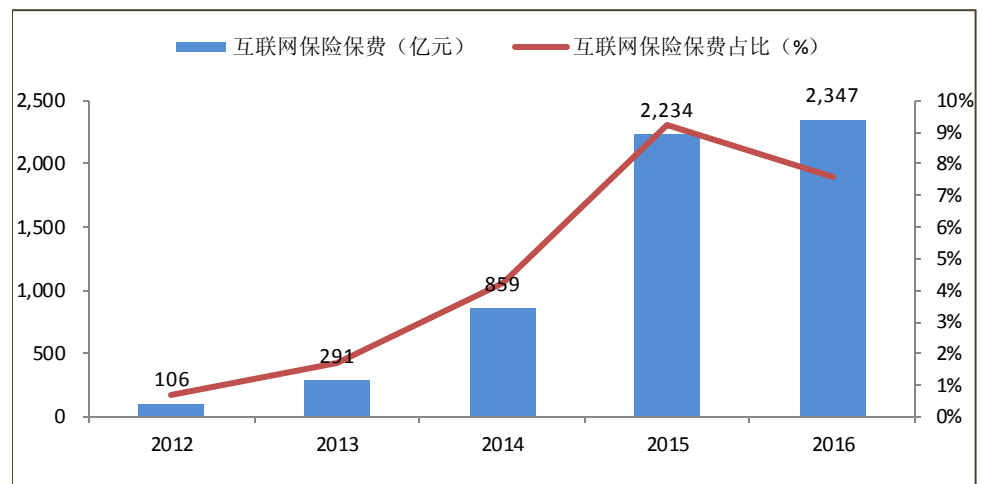
资料来源：公司公告，联讯证券

互联网保险是金融与互联网交叉的产物。我国互联网保险市场自2011年以来进入飞速发展期，成为保险业新的增长点。一方面，网上保费规模取得爆发性增长，截至2016年年末，互联网保险整体保费规模达到了2347亿元，在2012-2016年间保费增长了2109.15%，增长迅速。从互联网保险保费收入占整体保费收入的比重来看，出2016年有所下降外，近年来互联网保险保费占比不断提升。2016年年末，互联网保险保费占到了保费收入的7.58%；另一方面，市场逐渐成熟，各保险主体纷纷推出适合互联网渠道的新产品和服务，互联网保险将成为我国保险行业发展的必然趋势，市场发展空间巨大。

百安互联网保险若设立成功，公司将进军互联网保险这一潜力巨大的领域。同时，百安互联网保险也将与公司旗下其他的保险公司形成协同发展效应。



图表44： 互联网保险保费及占比



资料来源：中国保险行业协会，联讯证券

#### 4、收购友山基金，完善基金领域布局

##### (1) 产业基金

2016年2月6日，为进一步落实和推进开放性地产战略，公司拟作为有限合伙人和普通合伙人（公司两名中层领导）共同出资3500万元以及1500万元设立中天城投集团地产基金管理公司。该基金的母基金规模为40亿，由公司分期出资，同时根据不同的地产项目设立地产项目子基金。2016年4月18日，中天城投集团（贵州）地产基金管理中心正式核准成立，经营范围主要包括受托管理私募股权投资基金，固定资产管理，地产项目投资等方面。

##### (2) 股权投资基金

2015年1月19日，公司成功设立并正式运行上海股权投资基金合伙企业（有限合伙）及上海虎魄股权投资基金管理合伙企业（有限合伙）。上海股权投资基金由贵阳金控与公司副董事长石维国分别出资10亿元和50万元，上海虎魄股权投资基金由贵阳金控和5个自然人合伙设立，分别投资4000万元和1000万元。至此，公司搭建起搭建股权投资与并购重组平台。

上海股权投资基金作为母基金，由贵阳金控出资10亿元。而关联方虎魄基金通过收购石维国持有的股权的方式担任母基金的管理人。同时，母基金与虎魄基金共同发起设立4只子基金，重点投向产业并购、金融投资、大健康与能源领域，总募资20亿~32亿元，募资期限2年，其中单只基金规模5亿~8亿元。

##### (2) 友山基金

2015年11月，公司出资1.45亿元参与友山基金增资扩股，占股70%，对其估值2.07亿元，对应商誉448万元。友山基金是一家专业的私募投资管理机构，主营业务为私募股权投资管理，主要投资基金类型为证券投资基金，及投资股票、债券等二级市场，在全国设有5家分公司、1个研究所、2个财富中心以及3家全资子公司。

截至2017年一季度末，友山基金产品业务管理总规模为215.73亿元，主动管理基金49只。管理总规模中，主动管理型基金规模为149.73亿元，投资顾问咨询业务规模66亿元。



图表45: 增资后友山基金股权结构

序号	股东名称	所持股份	占总股本比例 (%)
1	贵阳金融控股有限公司	14493.92	70.00
2	何炫	5711.68	27.59
3	童妮妮	500.00	2.41
	合计	20705.60	100.00

资料来源: 公司公告, 联讯证券

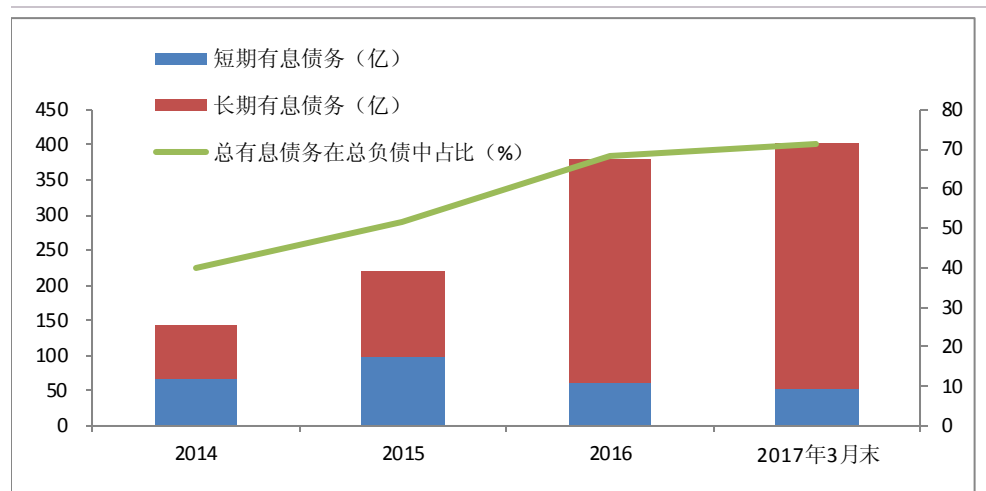
2016年8月,友山基金发起设立从事公募基金销售的大河财富基金销售有限公司并获批。大河财富是贵州省首批公募基金销售机构之一,弥补了贵州省独立基金销售机构空白,极大丰富了贵州省金融市场持牌业务主体结构。此外,公司以友山基金为主体发起设立中天友山基金管理公司(公募基金),目前该公募基金仍在证监会审核中。公司将积极推动友山基金公募基金牌照的获取,如果获批,公司在持牌类金融机构的布局上再下一城。

#### 四、业务快速发展推高债务成本

无论是传统的地产业务,还是为转型金融而不断推进的收购、增资计划,都推升了公司对资金的需求。公司自2016年以来,杠杆率明显提升,债务成本大幅增长。

从2014年到2016年,公司有息债务的规模不断增长,2016年末,公司的有息债务较2015年同期增长了73.98%,达到了380.84亿元。其中长期有息债务大幅增至319.09亿元,同比增加198.57亿元,在总有息债务中比重升大幅至83.79%,这源于公司发行七期合计98.40亿元的非公开公司债所致。截至2017年3月末,公司总有息债务为401.77亿元,总有息债务占总负债比重达到71.25%。

图表46: 公司有息债务情况



资料来源: 公司债券评级报告, 联讯证券

当前定增市场收紧,对公司通过股权融资产生限制。公司4月终止此前拟募集资金98亿元用于两个地产项目投资建设的定增方案,相关项目将使用自筹资金投资,进一步增加公司的债务负担。

从公司2017年新增的债券和担保情况来看,公司新增和拟发行的债券共有7个,其中已发行完成的债券2个,合计20亿元。2017年3月成功发行的票据应该已计入2017



年 3 月末的 401.77 亿有息债务之中，而 2017 年 7 月发行成功的中期票据会为公司增加 10 亿有息债务。

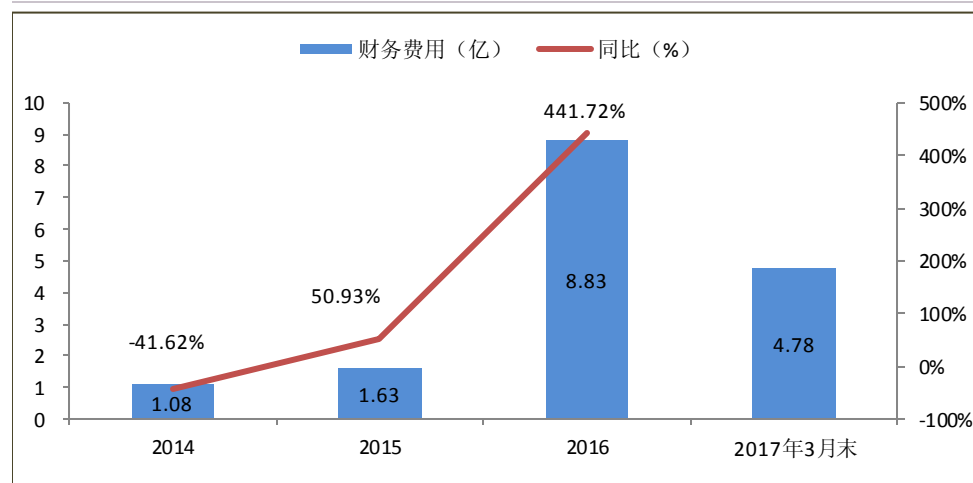
图表47： 2017 年（拟）新增债券情况

公告日期	融资方式	融资额（亿元）	期限	利率（%）	进度
2017/3/14	拟注册和发行不超过人民币 30 亿元非公开定向债务融资工具的公告	30	5		
2017/3/18	2017 年度第一期中期票据	10	3	6	发行成功
2017/5/6	境外债券	5 亿美元	不超过 5 年可分期		
2017/7/20	2017 年度第二期中期票据	10	3	6.8	发行成功
2017/7/26	联储证券-中天凯悦酒店资产支持专项计划	8.6	12		
2017/7/26	购房尾款资产支持专项计划	18	3		
2017/7/26	不超过人民币 80 亿元超短期融资券	80	270 天		

资料来源：公司公告，联讯证券

债务不断增加导致公司的财务费用不断增长。2016 年，公司有息债务大幅增长 73.98%，达到了 380.84 亿元，公司的财务费用在 2016 年增长了 441.72%。2017 年 3 月末，公司的财务费用达到 4.78 亿元，占到 2016 年全年财务费用的 54.13%。

图表48： 公司财务费用变动



资料来源：公司公告，联讯证券

截至 2017 年 8 月 3 日，公司为 5 家子公司提供担保，合计担保金额 145.81 亿元，公司的担保金额占到公司净资产的 100.13%。其中，公司为贵阳金控的担保最多，达到了 73.36 亿元。

图表49： 公司截至 2017.8.3 对子公司担保情况

担保对象	担保金额（亿元）
贵州文化广场	12.00
贵阳房地产开发	20.84



担保对象	担保金额 (亿元)
中天城投城市建设	24.69
贵阳金控	73.36
贵阳国际金融中心	11.91
合计	145.81
占 2016 年净资产比重	100.13%

资料来源：公司公告，联讯证券

## 五、盈利预测与投资建议

### (一) 盈利预测

我们假设：

(1) 房地产项目，当年预售房全部在未来两年内结算。我们预测公司 17/18/19 年房地产业务收入分别为 225.85、276.58、332.34 亿元。

(2) 不考虑收购贵阳农商银行收购，不考虑对中融人寿增持对并表范围的影响，不考虑公司未来继续收购资产的情况。

我们预计，17/18/19 年，公司营业收入 234.70、286.02、342.41 亿元；归母净利润 33.37、40.56、49.62 亿元；EPS 为 0.71、0.86、1.06 元。

图表50：中天金融盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
房地产				
营业收入	186.94	225.85	276.58	332.34
营业成本	123.61	145.03	179.32	216.15
其他业务				
营业收入	7.66	7.49	8.07	8.70
营业成本	5.07	5.98	6.45	6.95
其他类金融业务				
营业收入	1.37	1.37	1.37	1.37
营业成本	0.22	0.22	0.22	0.22
合计				
营业收入	195.97	234.70	286.01	342.41
营业成本	128.90	151.23	185.98	223.32
毛利率	34.22%	35.56%	34.98%	34.78%

资料来源：公司公告，联讯证券

### (二) 估值及投资建议

**相对估值法：**公司未来收入仍以房地产为主，我们选取市值相近的房地产企业作为可比公司。对比可比公司中位数，公司 2017E/2018E/2019E 以及 PE(TTM) 分别折价 9.3%、6.48%、14.87%、15.02%。





图表51: 可比公司估值

	证券简称	收盘价	总市值	EPS			PE			PE(TTM)
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
600383.SH	金地集团	11.21	505.98	1.41	1.61	1.80	7.96	6.98	6.24	7.40
002146.SZ	荣盛发展	10.31	448.30	1.14	1.41	1.69	9.02	7.34	6.10	9.90
000046.SZ	泛海控股	8.04	417.77	0.72	0.84	0.81	11.17	9.52	9.87	12.43
601155.SH	新城控股	16.96	383.04	1.80	2.38	2.96	9.44	7.13	5.74	11.77
600208.SH	新湖中宝	4.22	362.89	0.34	0.41	0.47	12.55	10.37	8.98	5.94
000402.SZ	金融街	10.98	328.18	1.08	1.27	1.47	10.13	8.68	7.47	12.81
000981.SZ	银亿股份	9.66	295.44	0.39	0.46	0.56	24.67	21.23	17.26	57.26
600376.SH	首开股份	11.13	287.11	1.00	1.25	1.50	11.15	8.93	7.41	19.16
000656.SZ	金科股份	4.90	261.83	0.33	0.41	0.53	14.64	12.01	9.19	20.85
600649.SH	城投控股	10.00	252.96	1.34	1.37	1.45	7.46	7.28	6.91	12.70
600848.SH	上海临港	21.23	225.79	0.50	0.67	0.81	42.68	31.46	26.34	52.13
000961.SZ	中南建设	6.06	224.81	0.26	0.35	0.47	23.64	17.33	12.92	54.88
000671.SZ	阳光城	5.45	220.73	0.49	0.62	0.76	11.22	8.74	7.20	16.76
002147.SZ	新光圆成	15.31	215.29	1.00			15.38			13.43
600266.SH	北京城建	13.51	211.71	1.12	1.31	1.61	12.03	10.32	8.41	15.42
002244.SZ	滨江集团	6.61	205.67	0.59	0.74	0.82	11.15	8.90	8.02	14.23
	平均值			0.84	1.01	1.18	14.64	11.75	9.87	21.07
	中位数			0.86	0.84	0.82	11.19	8.93	8.02	13.83
000540.SZ	中天金融	7.21	338.85	0.71	0.86	1.06	10.15	8.35	6.83	11.75

资料来源: 截至8月11日收盘, Wind, 联讯证券

**RNAV 估值:** RNAV 为 419.48, 每股 RNAV 为 8.92 元。

图表52: RNAV 估值

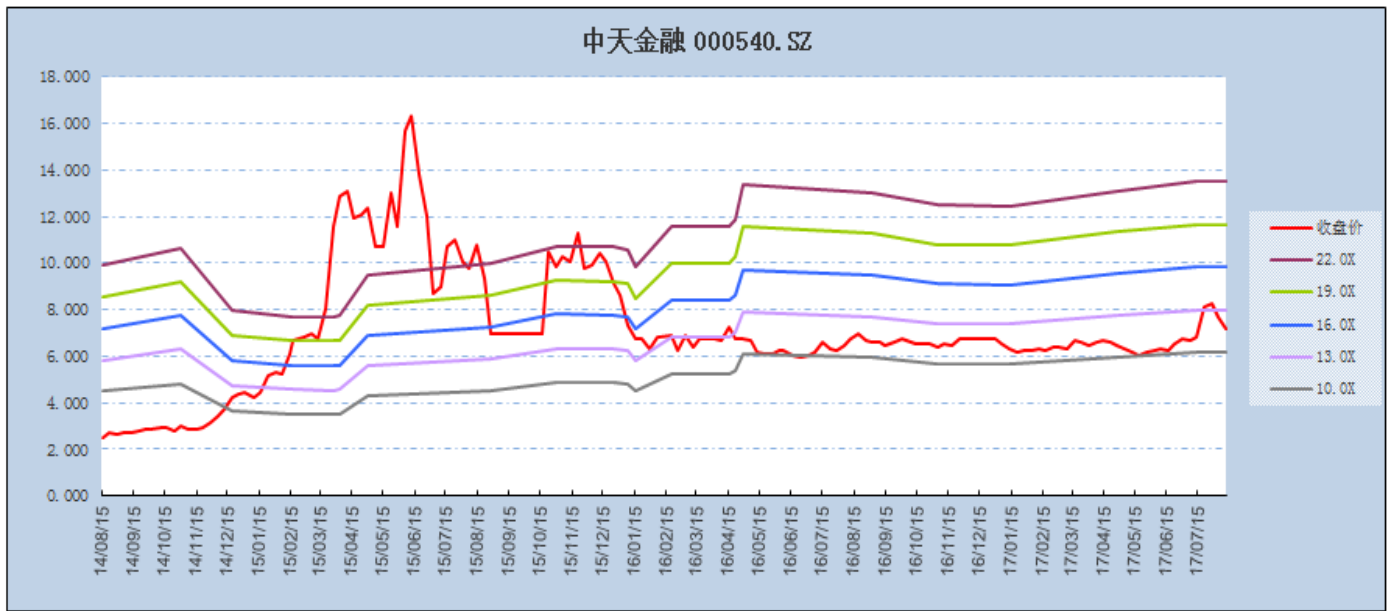
项目	
在建项目净现值	259.77
2017Q1 归母净资产	159.72
RNAV	419.48
每股 RNAV	8.92

资料来源: 联讯证券

我们认为, 公司目前正加紧布局大金融领域, 随着公司取得银行、券商、保险与基金牌照, 公司盈利能力将进一步提升, 未来想象空间巨大。我们综合考虑, 给予公司目标价 8.30 元-8.90 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

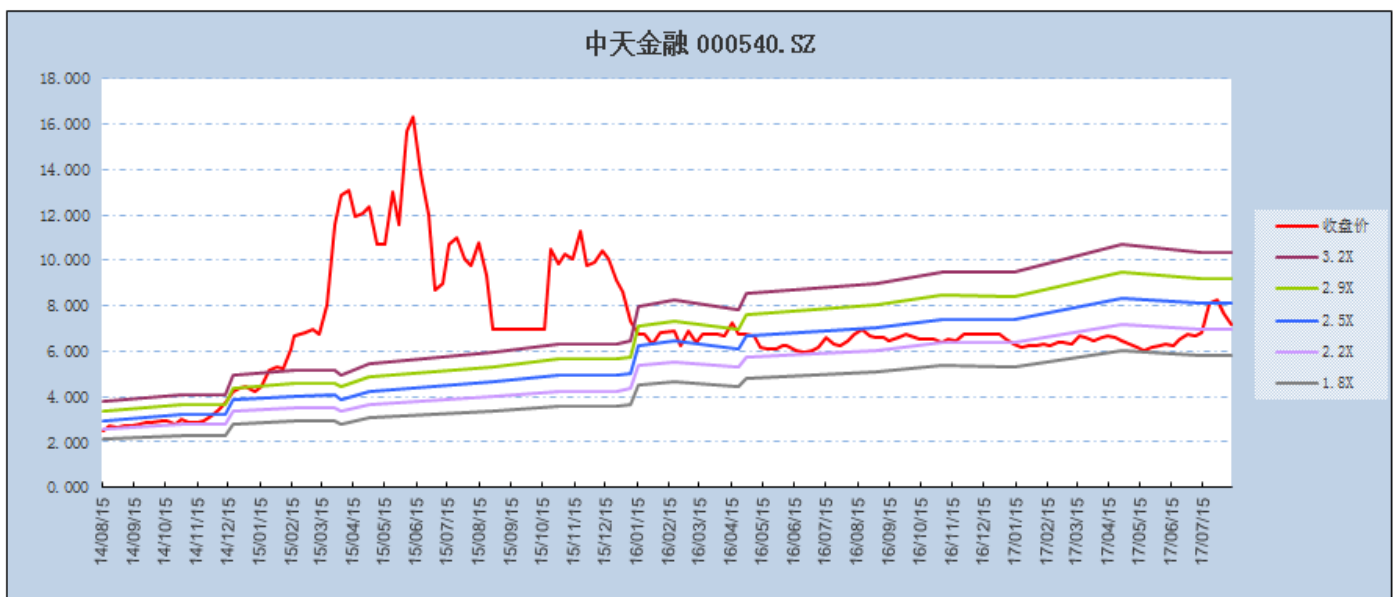


图表53: 公司 PE Band 图



资料来源:Wind, 联讯证券

图表54: 公司 PB Band 图



资料来源 Wind, :联讯证券

## 五、风险提示

- 1、金融战略进展不及预期，牌照获取速度不及预期
- 2、房地产开发不及预期
- 3、商誉减值风险
- 4、宏观经济与政策风险



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	51834	58151	63618	69682	经营活动现金流	446	538	655	784
现金	9655	12319	13094	13999	净利润	2953	3352	4074	4985
应收账款	2508	2216	2701	3234	折旧摊销	153	147	142	137
其它应收款	608	719	876	1048	财务费用	1029	1107	1157	1157
预付账款	1005	1401	1708	2044	投资损失	-76	0	0	0
存货	33498	36841	40518	44562	营运资金变动	14448	1045	1387	1518
其他	4561	4655	4721	4794	其它	-18061	-5114	-6106	-7013
非流动资产	19325	22318	22074	21830	投资活动现金流	-12146	124	118	118
长期投资	4117	4117	4117	4117	资本支出	4737	24	25	19
固定资产	3249	3126	3008	2891	长期投资	1944	0	0	0
无形资产	2923	2923	2923	2923	其他	5465	-147	-142	-137
其他	9036	12153	12026	11899	筹资活动现金流	13596	2000	0	0
资产总计	71159	80469	85692	91511	短期借款	-635	0	0	0
流动负债	22635	27907	31986	36532	长期借款	10286	2000	0	0
短期借款	1100	1100	1100	1100	其他	3944	0	0	0
应付账款	5373	6304	7753	9309	汇率损失	3	3	3	3
其他	16162	20503	23134	26123	现金净增加额	1899	2664	776	905
非流动负债	32948	34948	34948	34948	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	16155	18155	18155	18155	成长能力				
其他	16793	16793	16793	16793	营业收入	26.5%	20.6%	21.9%	19.7%
负债合计	55583	62855	66935	71480	营业利润	27.3%	16.8%	21.7%	22.4%
少数股东权益	665	752	801	855	归属母公司净利润	12.8%	13.5%	21.5%	22.3%
归属母公司股东权益	14912	16863	17957	19176	获利能力				
负债和股东权益	71159	80469	85692	91511	毛利率	33.8%	35.6%	35.0%	34.8%
					净利率	15.2%	14.3%	14.2%	14.6%
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	ROE	21.3%	20.2%	22.4%	25.7%
营业收入	19461	23470	28601	34241	ROIC	23.2%	23.8%	26.6%	29.6%
营业成本	12890	15123	18598	22332	偿债能力				
营业税金及附加	1491	1798	2192	2624	资产负债率	78.1%	78.1%	78.1%	78.1%
营业费用	438	759	925	1107	净负债比率	63.8%	45.8%	44.3%	42.7%
管理费用	544	708	863	1033	流动比率	229.0%	208.4%	198.9%	190.7%
财务费用	883	961	1011	1011	速动比率	60.9%	59.7%	57.5%	55.6%
资产减值损失	105	127	155	185	营运能力				
公允价值变动收益	115	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.78	0.78	0.78
投资净收益	78	0	0	0	应收账款周转率	10.43	9.94	11.63	11.54
营业利润	3420	3994	4858	5949	应付账款周转率	4.20	4.02	4.07	4.01
营业外收入	43	43	43	43	每股指标(元)				
营业外支出	22	22	22	22	每股收益	0.63	0.71	0.86	1.06
利润总额	3441	4014	4879	5969	每股经营现金	0.09	0.11	0.14	0.17
所得税	488	662	805	984	每股净资产	3.17	3.59	3.82	4.08
净利润	2953	3352	4074	4985	估值比率				
少数股东损益	13	15	19	23	P/E	10.94	10.22	8.41	6.88
归属母公司净利润	2939	3337	4056	4962	P/B	2.18	2.02	1.90	1.78
EBITDA	4473	5123	6033	7118	EV/EBITDA	13.42	9.57	8.13	6.89
EPS（元）	0.63	0.71	0.86	1.06					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)