



哈投股份(600864)

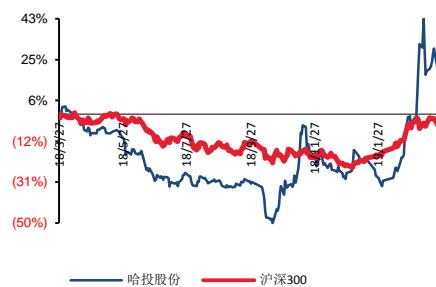
目标价: 8.06

昨收盘: 7.28

金融 多元金融

哈投股份(600864): 江海证券业绩优, 估值上修空间大

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,109/1,578
总市值/流通(百万元)	15,160/11,348
12 个月最高/最低(元)	8.72/3.07

相关研究报告:

哈投股份(600864)《江海证券估值偏低, 当前股价与重组交易价倒挂》
--2017/10/22

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码:

证券分析师: 罗惠洲

电话: 010-88695260

E-MAIL: luohz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050002

证券分析师: 刘涛

电话: 010-88695234

E-MAIL: liutaosh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517090001

事件: 江海证券 2019 年 2 月实现营业收入 3.89 亿元, 同比增 175%; 归母净利润 2.26 亿元, 同比增 266%。1-2 月累计实现营业收入 5.48 亿、归母净利润 2.98 亿元, 同分别增长 117% 和 203%。

单月净利超 2 亿, 江海证券业绩瞩目。江海证券业务结构依赖传统经纪和自营业务, 自营投资占比较高, 在市场上行阶段, 业绩弹性显著高于行业。江海证券(母公司)2 月单月净资产环比增长 2.3%, 位列行业第一。

市值拆解估值低, 安全性高弹性好。哈投股份的热电、环保、工程类部分, 预计估值 5 亿; 持有可供出售金融资产部分(中国民生银行和方正证券), 估值 20.57 亿。则当前哈投股份总市值 151.6 亿中, 江海证券对应约 126.03 亿元。江海证券对应 PB 为 1.31 倍, 显著低于当前行业估值 1.74x, 也低于可比券商 2.40x, 安全边际较高。

热电+券商, 双主业轮动。公司是哈尔滨市大型的地方热电联产企业之一, 在政府批准的供热区域内, 公司具有区域供热特许经营权, 区域垄断优势明显, 用户稳定, 同业竞争压力较小。券商板块, 投资收益是主要收入来源, 占比 63%, 市场上行周期中, 业绩弹性十足。

投资建议: 我们预测公司 2018/2019/2020 年营业收入分别为 23.8/40.92/36.63 亿元, 归母净利润分别为 -1.13/15.38/12.00 亿元, 对应 EPS 分别为 -0.05 /0.66/0.48 元。目标价 8.06 元/股, 对应 19 年 PE12.21 倍, 维持“买入”投资评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,561	2,384	4,092	3,664
(+/-%)	8%	-7%	72%	-10%
净利润(百万元)	362	-113	1,538	1,200
(+/-%)	-61%	-131%	-1460%	-22%
摊薄每股收益(元)	0.17	-0.05	0.66	0.48
市盈率(PE)	42.82	-135.81	10.98	15.20

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

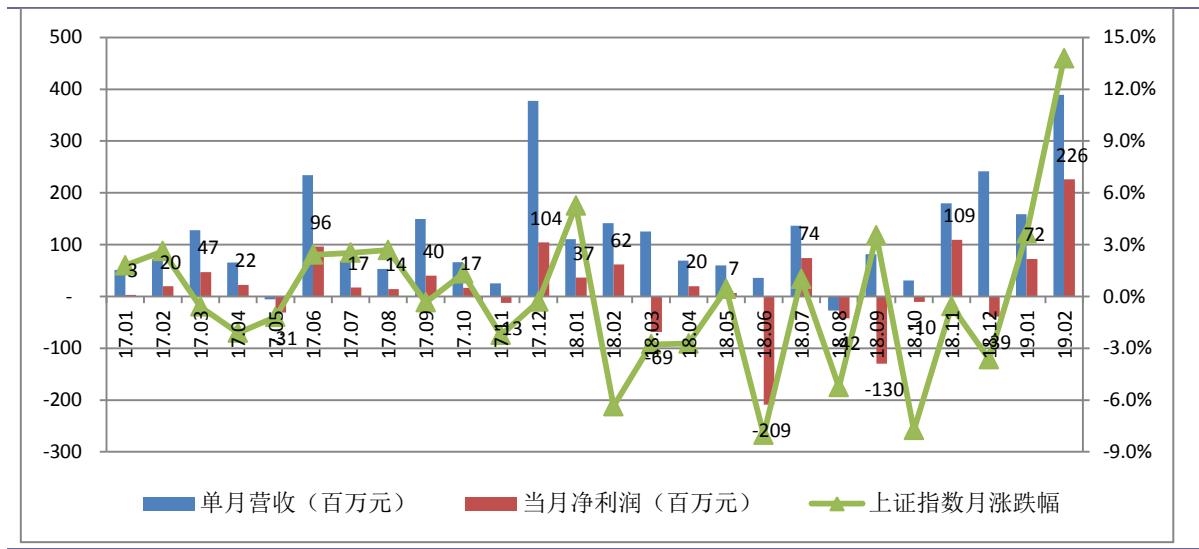
一、单月净利超2亿，江海证券业绩瞩目

3月7日，哈投股份公告全资子公司江海证券2月主要财务数据。江海证券（母公司）2月实现营业收入3.89亿元、净利润2.26亿元，较去年同期分别增加175%和266%。2019年1-2月累计实现营业收入5.48亿、归母净利润2.98亿元，同比分别增长117%和203%。

春节后市场持续走强，活跃度明显提升，带动证券行业经营数据大幅改善。2月份可比上市券商25家，合计实现营收179亿，同比167%，环比+14%；合计实现净利润83亿，同比+397%，环比+32%。从为消除春节假期因素，看1-2月累计数据，可比券商营收330亿，同比增长49%，累计净利润为139亿，同比增长81%。

一般来说，证券公司的单月数据受市场波动、公司收入确认节奏、费用核算季节性惯例等因素影响。在哈投股份收购江海证券并披露月度数据（2017年初）以来，今年2月份营收和净利润均为最高值。

图表1：江海证券月度经营数据（2017年以来）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

在1月30日，公司发布年度业绩预亏公告，称2018年哈投股份归母净利润预计亏损1.2-1.4亿元，归母扣非净利润预计亏损2.4-2.6亿元。年度预亏的主要原因是江海证券由于市场低迷、信用违约而计提约6.9亿资产减值准备。非经常性损益大部分来自对可供出售金融资产（民生银行股票）的部分处置产生的投资收益1.05亿元，影响净利润7,841.97万元。

根据2018年未经审计的财务报表，江海证券（母公司）实现营业收入11.85亿元、净利润-1.90亿元。2018年业绩下滑主要来自经纪业务萎缩（-29%）、利息支出增加（197%）和自营的大幅亏损（公允价值变动损益由2017年的3798万减少至2018年2.05亿浮亏）。考虑到2019年的“牛市预期”，以及市场成交量近来稳居6000亿以上，江海证券的传统业务转好是大概率事件。

二、 市值拆解估值低，安全性高弹性好

哈投股份持有江海证券 100% 股权，此外有热电业务资产和一部分可供出售金融资产。经过市值拆解，当前股价对应的江海证券静态市值仅为 126 亿元，对应 PB 为 1.31 倍，显著低于当前行业估值 1.74x。

图表 2: 哈投股份参控股公司情况

序号	被参控公司	直接持股比例	注册资本(亿元)	投资额(亿元)	营收(2018H, H, 亿元)	净利润(2018H, 亿元)	主营业务	是否合并报表	备注
1	江海证券有限公司	100.00	67.67	100.52	5.70	-1.50	证券	是	2016 年公司通过重大资产重组收购江海证券 100% 股权
2	黑龙江岁宝热电有限公司	51.00	0.94	0.58	2.74	-0.14	工业	是	热电联产，主要产品为电力、热力，受煤炭价格和环保限产改造影响。
3	黑龙江新世纪能源有限公司	45.00	0.60	0.14	0.01	-0.04	环保能源，垃圾发电		主营垃圾发电。
4	哈尔滨滨龙热电工程安装有限公司	100.00	0.08	0.07			工程安装	是	2018 年 12 月，公司对原全资子公司“滨龙热电”完成吸收合并。
5	绥芬河泽源经贸有限公司	100.00		0.46			进出口贸易	是	属公司的俄罗斯森林采伐及木材加工项目五家公司之一，2018 年 8 月完成清算注销，其余四家已自 2015 年陆续完成清算并注销。
6	中国民生银行股份有限公司	0.231	437.82		754.17	296.18	银行		2018 年 12 月，公司减持部分股份，持股比例从 0.277% 下降至 0.231%。
7	方正证券股份有限公司	2.40	82.32		23.09	2.06	证券		
8	伊春农业商业银行股份有限公司	5.00							
9	哈尔滨呼兰浦发村镇银行股份有限公司	5.00							

资料来源：WIND，太平洋证券整理

除江海证券 100% 股权之外，公司还参控股热电、环保、工程类公司：黑龙江岁宝热电、新世纪能源、滨龙热电（已纳入上市公司）。此外，公司还持有多家金融机构股权作为可供出售金融资产：民生银行、方正证券、伊春农商行、呼兰浦发村镇银行。具体拆解如下：

图表 3: 哈投股份市值拆解 (2019-3-26 收盘市值, 2017 年财务数据*)

序号	被参控公司	直接持股比例	估值 (截至 2019-3-26 收盘)	主营业务
1	江海证券	100.00		证券
2	黑龙江岁宝热电	51.00	以 2017 年营收 5.39 亿、净利 0.07 亿计，申万二级行业指数“热电”共有 8 只标的，平均市销率 3.4 倍，市盈率 46.25 倍。岁宝热电估值约 5 亿。	工业
3	黑龙江新世纪能源	45.00		环保能源, 垃圾发电
4	哈尔滨滨龙热电工程安装	100.00	吸收合并至上市公司	工程安装
5	绥芬河泽源经贸	100.00	2018 年 8 月清算注销	进出口贸易
6	中国民生银行	0.231	600016.SH 总市值 2741 亿元，持股比例对应 6.33 亿元。	银行
7	方正证券	2.40	601901.SH 总市值 593.5 亿元，持股比例对应 14.24 亿元。	证券
8	伊春农业商业银行	5.00		
9	哈尔滨呼兰浦发村镇银行	5.00		

*因 2018 年中报数据及年度业绩预告中净利润有负值，市盈率参考意义不大，故而选择 2017 年数据计算

资料来源：WIND. 太平洋证券整理

如上图，哈投股份的热电、环保、工程类部分，预计估值 5 亿；持有可供出售金融资产部分，估值 20.57 亿。则当前哈投股份总市值 151.6 亿中，江海证券对应约 126.03 亿元。在上市券商中，市值规模仅高于锦龙股份（119 亿，71% 中山证券、40% 东莞证券）。江海证券注册资本 67.67 亿元，静态市值低于华鑫股份（155 亿，100% 控股华鑫证券，深圳市，注册资本 10 亿）。且市净率和市盈率估值水平均低于可比上市券商。

图表 4：江海证券经营数据及估值

	江海证券	可比公司均值
总资产	329.66	
净资产	96.46	106.00
市净率	1.31	2.40
营收 (2018, 亿)	11.85	
净利 (2018, 亿)	-1.90	
营收 (2017, 亿)	13.54	
净利 (2017, 亿)	2.92	3.24
市盈率 (2017)	43.16	82

资料来源：WIND, 太平洋证券整理

安全边际高：当前股价与重组交易价倒挂

2016 年，公司以非公开发行股份方式，购买哈投集团等 9 名机构持有的江海证券 99.946% 股权，发行价格 9.53 元/股。同时，公司通过非公开发行募集配套资金，总金额不超过 50 亿元，发行底价 9.53 元/股（现金分红后成本 9.23 元/股）。当前股价 7.19 元/股，倒挂 22.1%。

哈投集团的锁定股份与减值补偿的承诺：哈投集团承诺自股份发行结束之日起 36 个月内不进行转让，并且如果 6 个月内上市公司股票连续 20 个交易日的收盘价低于发行价，或者 6 个月期满时收盘价低于发行价的，哈投集团将延长锁定期 6 个月；减值补偿方面，哈投集团承诺自股份发行结束之日起 36 个月内，将在每个会计年度结束后对标的资产（江海证券）进行减值测试，如标的资产价值较交易价格出现减值，哈投集团负责向哈投股份就减值部分进行股份补偿，若哈投集团所持股份不足于补偿，哈投集团将通过二级市场购买哈投股份予以补偿。

图表 5: 2016 年哈投股份收购江海证券的交易结构

收购江海证券 100% 股权	出资 531.85 万	购买伊春市天河经贸有限责任公司所持江海证券 0.054% 股权
	发行 10.32 亿股，发行价 9.53 元 / 股，约 98.35 亿	购买 9 名机构持有的江海证券 99.946% 股权
增资江海证券 50 亿	发行 5.3 亿股，发行价 9.43 元 / 股	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

三、公用事业+券商，52 亿资本补充规划注入新能量

哈投股份，原名为“哈尔滨岁宝热电股份有限公司”，于 1994 年 8 月上市。公司原有主营业务属于公用事业，主要从事热力电力生产供应，主要产品是电、供暖和蒸汽。由此还衍生有水泥、房地产、入网配套、工程安装等业务。2016 年，公司顺利完成江海证券的收购工作。江海证券成为公司全资子公司，公司主业新增证券业务。自此，公司形成公用事业和证券双主业运行格局。

公司控股股东是哈尔滨投资集团有限责任公司，持有公司股份 37.79%。哈投集团是哈尔滨市政府重要的国有资产经营机构，同时是市政府重大项目的投融资平台，拥有全资、参控股企业 43 家。公司第二大股东是黑龙江省大正投资集团有限责任公司，大正集团在公司股份占比 11.52%。大正集团是黑龙江省财政厅 100% 控股的公司，是黑龙江省政府授权运用市场化方式投资和管理省属国有金融资产的主体。旗下拥有控股及参股企业 23 家，业务涵盖银行、证券、基金、担保、房地产、教育、高新技术产业等多个领域。

图表 6: 哈投股份股东结构 (2018 年三季度末)

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	哈尔滨投资集团有限责任公司	37.79
2	黑龙江省大正投资集团有限责任公司	11.52
3	中国华融资产管理股份有限公司	11.24
4	北京东富华盈投资管理中心(有限合伙)	4.02
5	兴瀚资产-兴业银行-兴业银行股份有限公司	2.51
6	华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品	2.51
7	哈尔滨市城投投资控股有限公司	1.76
8	中国银河证券股份有限公司	1.28
9	中融国际信托有限公司	0.79
10	哈尔滨创业投资集团有限公司	0.75
	合 计	74.17

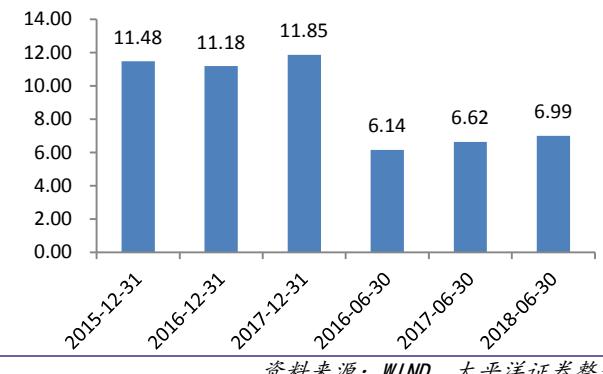
资料来源：Wind，太平洋证券整理

3.1 公用事业板块

公司是哈尔滨市大型的地方热电联产企业之一，在政府批准的供热区域内，公司具有区域供热特许经营权，区域垄断优势明显，用户稳定，同业竞争压力较小。

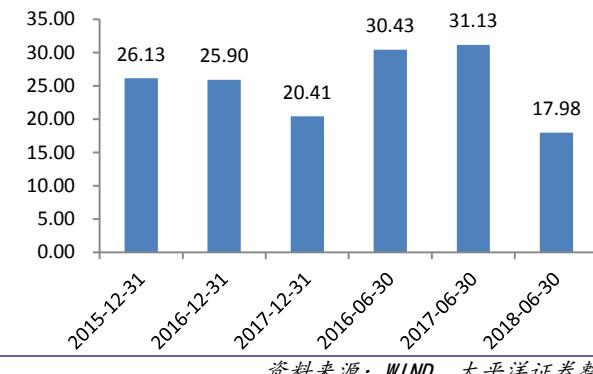
2015-2017 年，公司收入较为稳定，在 11-12 亿之间，毛利率往年也窄幅波动在 25%左右，2018 年由于煤价居高不下，叠加供暖时间有所延长，毛利率较低。公司坚持以热定电，不单独发电上网。因此供暖是公司热电业务主要的收入来源，根据 2018 年半年报，供暖贡献了公司热电业务 80%。影响供暖收入的主要因素就是供暖面积和供暖价格。由于建筑销售市场的持续低迷，因此公司的供热面积增长缓慢。成本方面，煤炭价格居高不下对公司利润率确实形成一定压力。

图表 7：公司热电业务收入情况（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：公司热电业务毛利率情况（%）

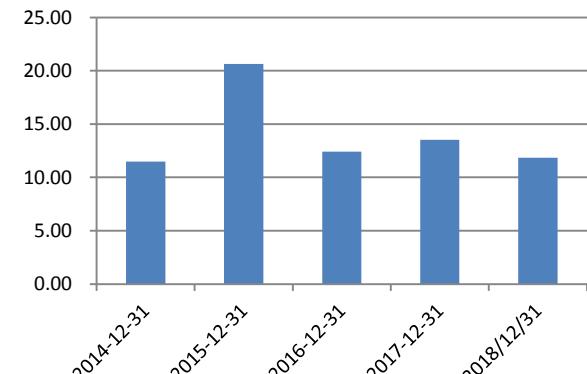


资料来源：WIND，太平洋证券整理

3.2 江海证券：大额计提减值扫清潜在风险，资本实力亟待提升

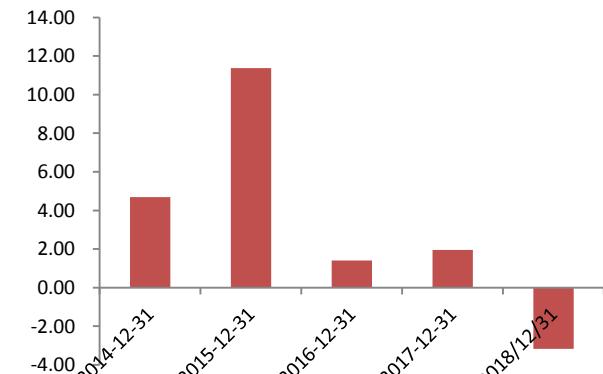
江海证券成立于 2003 年 12 月 15 日。2006 年 10 月 24 日，江海证券吸收合并天元证券经纪有限公司。2011 年 2 月 16 日，江海证券受让汇鑫期货经纪有限公司股权，持股比例为 65%。2014 年 6 月 11 日，江海证券另类投资子公司—江海证券投资（上海）有限公司正式成立，公司持股比例 100%。2017 年 7 月 6 日，江海证券私募基金子公司—江海证券创业投资（上海）有限公司正式成立。公司持股比例 100%。

图表 9：江海证券营业收入情况（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10：江海证券综合收益情况（亿元）

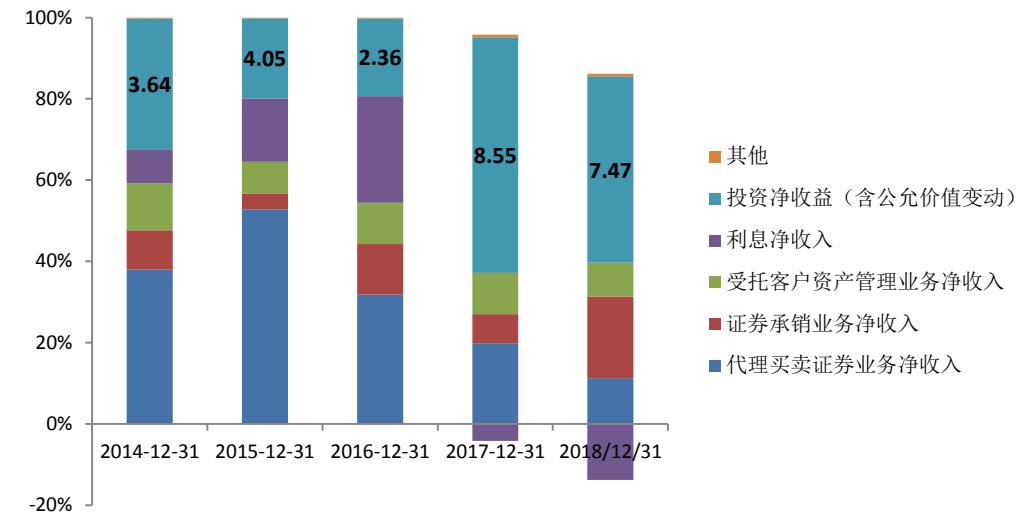


资料来源：WIND，太平洋证券整理

受行业经营环境影响，2015年以来公司营业收入与综合收益均呈下滑趋势。2018年公司实现营业收入11.84亿元，较2015年下降42%；由于2018年计提了6.9亿坏账准备，因此2018年公司综合收益为-3.17亿元。但从2014-2015年公司表现来看，牛市中公司弹性仍然可期，营业收入上升80%，综合收益上升140%。

从收入结构来看，定增之后发生了明显的变化，投资收益成为公司主要的收入来源，占比63%，其次投行业务收入占比28%，经纪业务收入占比16%，资管业务收入占比12%。

图表 11：江海证券营收结构 (*2018年财务报表未经审计)

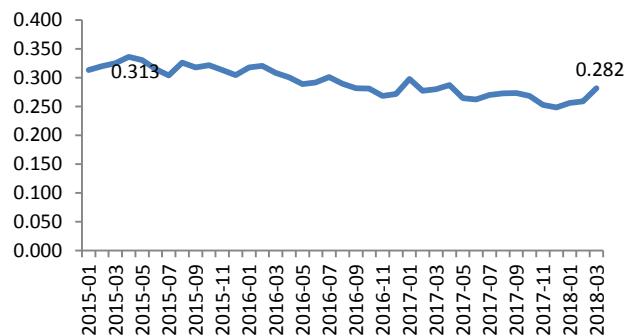


资料来源：Wind, 太平洋证券整理

经纪业务

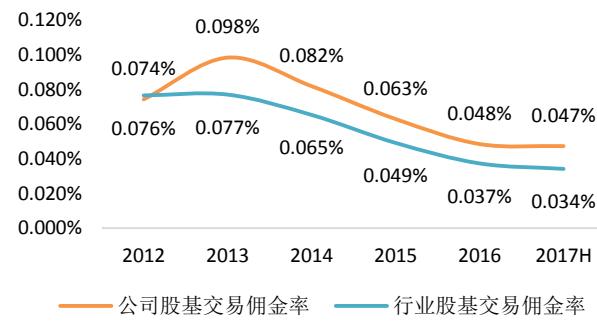
截至2018年3月，公司股基交易市占率为0.282%，较2015年初下降了0.03个百分点，但从边际上来看，2018年3月已有企稳回升迹象。2017年公司股基交易佣金率0.047%，与2016年基本持平。截止2018年6月30日，公司拥有58家证券营业部，17家分公司，其中黑龙江省外设立25家证券营业部、17家分公司。

图表 12：江海证券股基交易市占率 (%)



资料来源：WIND, 太平洋证券整理

图表 13：江海证券股基交易佣金率

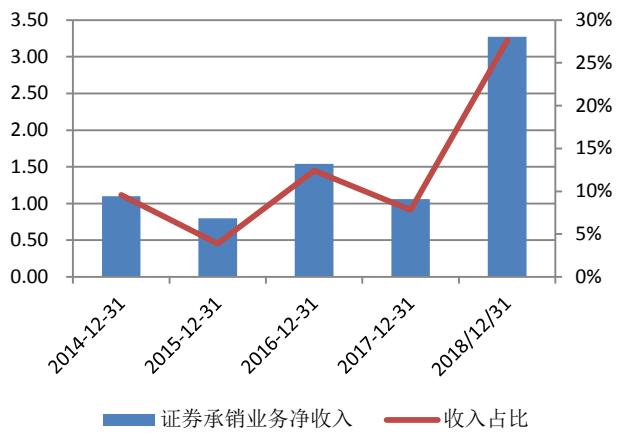


资料来源：WIND, 太平洋证券整理

投行业务

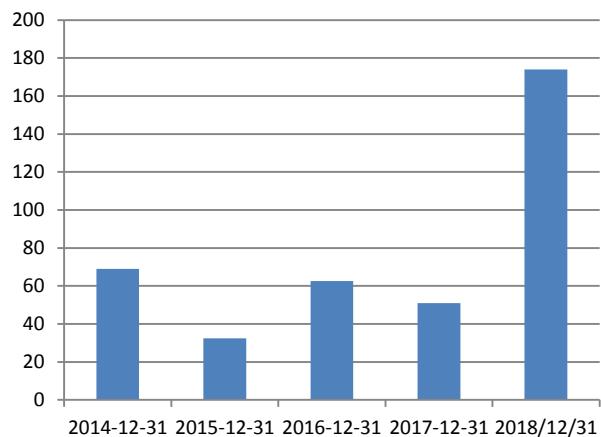
2018年公司投行收入上升极快，同比增长208%，收入占比也从7.8%上升至27.6%。从业务角度来看，公司主要以债为主，2018年全年，公司债券主承规模174亿元，同比增长240%。

图表 24: 江海证券投行收入及占比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 15: 募集资金总额

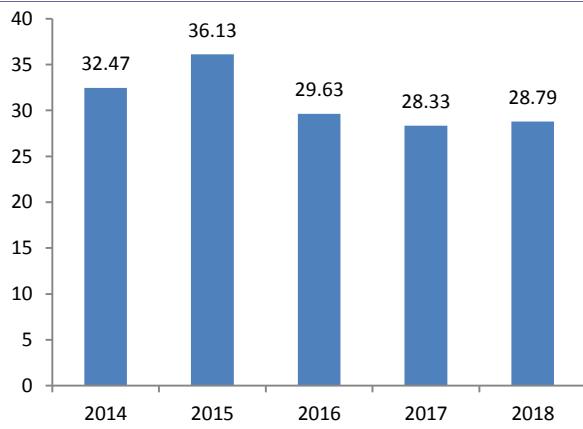


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

信用业务

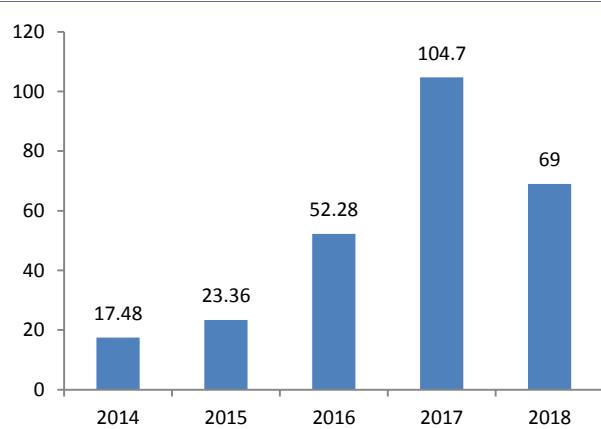
公司在2016年扩充资本后，信用业务扩张明显，尤其是股票质押业务规模。截至2018年底，公司融出资金规模29亿元，买入返售规模69亿元。实际上去年股指大幅下跌，股票质押风险显现，公司已经有意识控制股票质押规模。

图表 36: 融出资金



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 17: 买入返售金融资产



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

资管业务

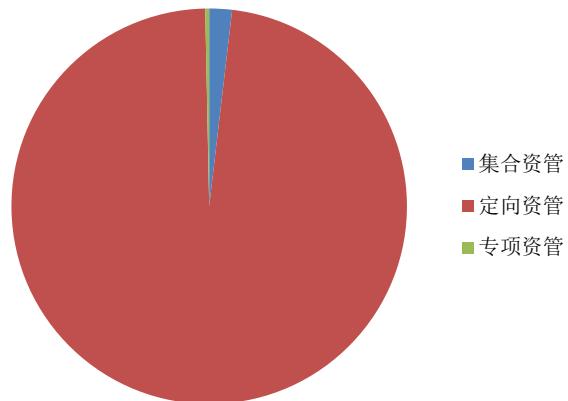
公司资管业务收入占比比较稳定，维持在收入11%左右。截至2018年6月底，公司资管规模合计3168亿元，较年初下降9.2%，其中定向资管规模占比约98%。

图表 48: 江海证券资管业务收入及占比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 19: 资管规模结构

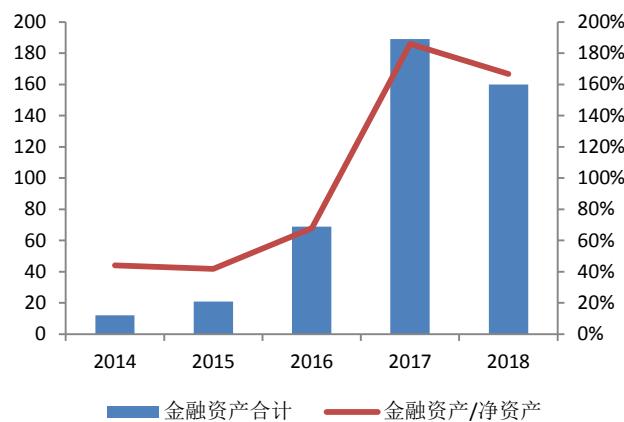


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

自营业务

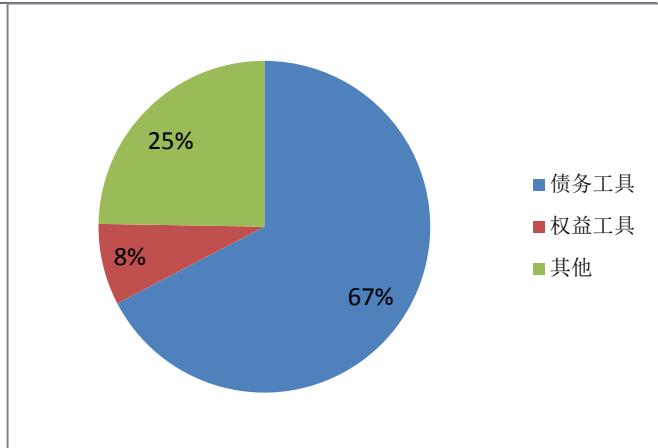
自营业务是江海证券传统业务和主要利润来源之一，2018年贡献了公司63%的收入。主要系公司2016年扩充资本金后，资产规模大幅扩大，而行业景气度下行导致其他业务资金需求不足，从而被动的导致公司金融资产规模大幅提升。截至2018年底，公司金融资产合计160亿元，为净资产167%。根据2018年半年报，其权益占比为8%。

图表 20: 江海证券金融资产比净资产高达 167%



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 21: 江海证券自营结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

股票质押业务及风险分析

根据Wind数据库，江海证券自2013年初至今，股票质押交易总计159笔，总质押股数约27.67亿股，参考市值约207.45亿元。其中，第一笔股票质押交易是2015年1月的尔康制药1500万股。截至2019年3月25日，江海证券尚未解压交易92笔，未解押交易（未披露“解押日期”的交易）

的总质押股数约 17.48 亿股，未解押参考市值 129.90 亿元。

在未披露“解押日期”的 92 笔交易中，已超过股票质押合约签订的“质押截止日期”有 30 笔交易，未披露“质押截止日期”的有 24 笔交易。在 92 笔未解押交易中，自质押起始日期至今股价下跌超过 50% 的交易有 23 笔，涉及上市企业 9 家 (*ST 信通、奥瑞德、文投控股、天广中茂、大晟文化、天夏智慧、珈伟新能、上海莱士、弘高创意)。

图表 225：江海证券未披露解押的股票质押交易潜在亏损项目

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	股东名称	质押股数 (万股)	质押起始日期	质押截止日期	疑似平仓价	是否疑似平仓	疑似平仓总市值(万元)
600289.SH	*ST 信通	-83.43	亿阳集团股份有限公司	2,840.00	2015-08-20		18.55	是	52,679.12
600666.SH	奥瑞德	-76.85	左洪波	5,142.93	2017-03-28	2018-03-27	28.56		
600715.SH	文投控股	-76.66	耀莱文化产业股份有限公司	2,108.68	2017-07-06	2020-07-03	21.88	是	46,135.89
600666.SH	奥瑞德	-76.64	褚淑霞	4,072.00	2017-01-25	2019-01-24	27.98		
600666.SH	奥瑞德	-76.19	左洪波	2,907.07	2017-04-12	2018-04-11	27.36		
600289.SH	*ST 信通	-73.60	亿阳集团股份有限公司	1,349.00	2016-12-13	2017-06-13	12.51		
002509.SZ	天广中茂	-69.12	邱茂国	1,390.00	2017-10-25		9.40	是	13,060.72
002509.SZ	天广中茂	-67.63	邱茂国	18,436.58	2018-01-19		9.10	是	167,848.36
002509.SZ	天广中茂	-67.27	邱茂国	5,700.00	2017-08-17		8.96	是	51,060.83
600892.SH	大晟文化	-65.93	周镇科	889.00	2017-01-13	2020-01-12	76.25	是	67,786.65
600892.SH	大晟文化	-65.93	周镇科	111.00	2016-12-27	2019-12-26	76.25	是	8,463.80
002509.SZ	天广中茂	-62.78	邱茂国	500.00	2018-02-26		7.88	是	3,938.62
000662.SZ	天夏智慧	-62.39	北京浩泽嘉业投资有限公司	1,500.00	2016-09-26	2019-09-25	25.62	是	38,427.07
300317.SZ	珈伟新能*	-60.96	上海灏轩投资管理有限公司	4,608.00	2017-12-06		16.94	是	78,070.49
002252.SZ	上海莱士	-54.22	RAAS China Limited	1,356.86	2017-09-26		21.43	是	29,082.10
002252.SZ	上海莱士	-53.97	RAAS China Limited	2,043.00	2017-04-11		21.35	是	43,617.02
002252.SZ	上海莱士	-53.91	RAAS China Limited	4,021.00	2017-06-06		21.26	是	85,466.85
002252.SZ	上海莱士	-52.25	RAAS China Limited	770.00	2018-05-02		20.49	是	15,777.03
002252.SZ	上海莱士	-52.25	RAAS China Limited	1,000.00	2018-04-27		20.49	是	20,489.64
002252.SZ	上海莱士	-52.25	RAAS China Limited	200.00	2018-04-20		20.49	是	4,097.93
002252.SZ	上海莱士	-52.25	RAAS China Limited	800.00	2018-04-19		20.49	是	16,391.72
002252.SZ	上海莱士	-52.03	RAAS China Limited	1,500.00	2018-02-14		20.44	是	30,655.82
002504.SZ	弘高创意	-51.66	北京弘高慧目投资有限公司	6,500.00	2016-11-29	2018-02-28	8.97		

*珈伟新能与江海证券在 2018 年 7 月和 10 月均有股票质押交易，此间 3 笔交易的起始日期至今股价跌幅在 50% 以内

资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 236：公司股票质押在持亏损情景假设（亿元）

初始质押融出率	均未平仓的在持亏损	“疑似平仓”均已平仓后的在持亏损
50%	20.59	9.81
40%	10.64	6.04
35%	6.53	4.21

资料来源：wind，太平洋证券整理

假设这 23 笔交易均未平仓，且初始质押融出比例为 50%，则在持亏损为 20.59 亿元；若初始质押融出比例为 40%，则在持亏损为 10.64；若初始质押融出比例为 35%，则在持亏损为 6.53 亿元。按照 18 笔“疑似平仓”的情况，则未平仓在持亏损约 9.81 亿元。考虑到部分股票质押业务平仓或解押信息的披露和统计并不完备，我们很难根据公开信息测算证券公司质押融出资金的潜在亏损。

1 月 31 日，哈投股份公告江海证券的 2018 年资产减值计提共计 6.90 亿元。其中，买入返售金融资产减值计提 2218.38 万元，可供出售金融资产计提 6.65 亿元。

四、 盈利预测及投资建议

对于公司热电业务，采用历史平均预测。

对于江海证券，当前资产收益率较行业仍有较大提升空间；此外，公司金融资产占比较高，因此在市场向上的背景下可获得更高的超额收益率。

图表 247：公司主要业务盈利预测（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E
热电业务				
收入	11.85	12.00	12.00	12.00
毛利率	20%	26%	26%	26%
管理费用	1.90	1.90	1.90	1.90
净利润	0.39	0.92	0.92	0.92
证券业务				
净资产	102.00	96.40	110.86	121.95
总资产	350.00	289.00	332.58	365.84
行业总资产收益率	1.84%	1.06%	4.00%	2.67%
行业净资产收益率	6.11%	3.52%	12.00%	8.00%
江海证券总资产收益率	0.69%	-1.10%	4.35%	3.03%
江海证券净资产收益率	3.40%	-3.11%	15.00%	10.00%
净利润	2.40	-3.00	14.46	11.09

资料来源：wind，太平洋证券整理

我们预测公司 2018/2019/2020 年营业收入分别为 23.8/40.92/36.63 亿元，归母净利润分别为 -1.13/15.38/12.00 亿元，对应 EPS 分别为 -0.05 /0.66/0.48 元。

我们保守估计江海证券短期估值修复至 PB1.5x，对应 144.6 亿市值。加上热电 5 亿，民生银行+方正 20.57 亿，共计 170.17 亿。对应 8.06 元/股。

五、 风险提示

公司资本补充进度不达预期；市场成交活跃度和增量资金的持续性不达预期；部分质押个股的股价快速下跌造成股票质押风险；股票市场波动风险。

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	31142	28692	23232	25400	营业收入	2,561	2,384	4,092	3,664
现金	5519	4335	4769	5150	营业成本	951	888	888	888
应收账款		0	0		营业税金及附加	47	43	104	89
交易性金融资产	9273	10647	11712	12649	营业费用	0	1	1	2
买入返售金融资产	10472	7914	8705	9402	管理费用	926	1,000	1,050	1,087
存货		0	0		财务费用	5	0	0	0
其他流动资产	5878	5796	6376	6886	资产减值损失	204	969		
非流动资产	14906	12426	13668.6	14762.088	公允价值变动收益	37	-162	0	0
长期投资	19	19	21	23	投资净收益	852	679		
固定资产	2332	2332	2565	2770	营业利润	466	-119	2,050	1,600
无形资产	195	195	215	232	营业外收入		0	0	0
其他非流动资产	8425	8425	9268	10009	营业外支出		0	0	0
资产总计	46049	41118	45230	48848	利润总额	468	-119	2,050	1,600
流动负债	23786	18486	14935	17022	所得税	106	-5.95	314	426
短期借款	160	130	2294	5175	净利润	362	-113	1,538	1,200
一年内到期的非流动负债	2473	42	263	257	EPS (元)	0.17	-0.05	0.66	0.48
其他流动负债	21153	18314	12378	11589					
非流动负债	8615	9808	10789	11652					
长期借款	3039	4130	4543	4906					
其他非流动负债	5576	5678	6246	6745					
负债合计	32401	28294	31123	24351					
少数股东权益	189	166	183	197					
股本	2109	2109	2320	2505					
资本公积	7495	7495	8245	8904					
留存收益	3666	2887	3176	3430					
归属母公司股东权益	13459	12657	13923	15037					
负债和股东权益	45860	40951	45046	48650					

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq. com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq. com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。