

# 国改先锋、创新转型

## ——天健集团 2015 年年报点评

■ **事件:** 公司公布 15 年年报, 实现营收 63.18 亿元, 同比增长 19.23%; 净利润 3.93 亿元, 同比下降 6.82%; 每股收益 0.71 元, 同比下降 6.82%。

■ **营收靓丽、“十二五”规划胜利收官:** 公司实现营收 63.18 亿元, 同比增长 19.23%; 净利润 3.93 亿元, 同比下降 6.82%; 其中经营性净利润 3.78 亿元, 同比增长 21.64%, 可见公司实际经营依然实力雄厚。公司 15 年投入大量资金于项目和土地储备, 未来收益有望回升。

■ **资源充沛, 拿地收购快提速:** 15 年公司大力加强了资源储备, 获取了一系列重大项目为之后的发展积累后劲。公司抓住市政基建高峰期的市场机遇, 开发了大量市政优质项目, 加快去房地产库存, 业绩稳步增长, 拿地方面公司加大土地储备力度。

■ **国资强力支持、资源整合重要平台:** 公司深受深圳国资委器重, 有望成为深国资整合平台之一。15 年 12 月落实定增发行 3.03 亿股, 募资 22 亿元, 其中远致投资认购 13.78 亿股, 国有资本控股比例从 36.35% 提高到 39.57%, 进一步巩固国有资本的控制力。

■ **“国改”先锋、棋落多产业转型升级:** 公司将目光聚焦在医疗健康、汽车后服务、绿色创新基地等潜力产业, 扩大现有业务的内涵与外延, 积极探索产业转型升级之路。公司与光大金控等设立前海光大定向投资首都医疗, 布局“大健康”。同时利用漕河泾奉贤园区、深圳西丽曙光地块等资源转型绿色园区运营和汽车后服务产业。

■ **投资建议:** 公司作为“国改”概念龙头股, 股东背景强大, 多举措投入城市基建和产业转型升级, 随着“十三五”规划的推进收益前景看好。公司经营稳健, 资源充沛, 资金面充足, 未来有多项项目可带来收入结转。公司投资多项政策改革相关产业, 利用本身“地产+运营”的优势可与合作企业产生协同效应, 加快优质资源整合, 未来收益可期。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.55、0.67 和 0.82, 对应当前股价 PE 估值为 25.8X、21.0X、17.2X, 首次覆盖给予“买入-A”评级, 6 个月目标价 20.1 元。

■ **风险提示:** 商业投资过多、转型不及预期

| (百万元)    | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 2018E    |
|----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入     | 5,298.7 | 6,317.8 | 7,761.9 | 9,555.0 | 11,832.4 |
| 净利润      | 421.5   | 392.7   | 467.9   | 573.8   | 699.3    |
| 每股收益(元)  | 0.49    | 0.46    | 0.55    | 0.67    | 0.82     |
| 每股净资产(元) | 4.31    | 7.20    | 6.77    | 11.35   | 11.99    |

| 盈利和估值  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 28.6  | 30.7  | 25.8  | 21.0  | 17.2  |
| 市净率(倍) | 3.3   | 2.0   | 2.1   | 1.2   | 1.2   |
| 净利润率   | 8.0%  | 6.2%  | 6.0%  | 6.0%  | 5.9%  |
| 净资产收益率 | 11.4% | 6.4%  | 8.1%  | 5.9%  | 6.8%  |
| 股息收益率  | 1.1%  | 0.0%  | 0.8%  | 1.0%  | 1.2%  |
| ROIC   | 22.1% | 21.3% | 9.8%  | 26.1% | 10.6% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

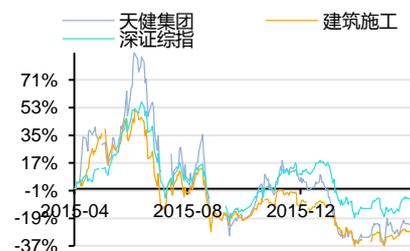
首次评级

6 个月目标价: **20.1 元**  
 股价 (2016-03-31) **14.09 元**

### 交易数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元)  | 12,054.86     |
| 流通市值 (百万元) | 7,785.16      |
| 总股本 (百万股)  | 855.56        |
| 流通股本 (百万股) | 552.53        |
| 12 个月价格区间  | 11.58/33.95 元 |

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M     | 12M    |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | -1.34 | -0.03  | -22.46 |
| 绝对收益 | 15.02 | -17.22 | -17.88 |

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515100001  
 chentc@essence.com.cn  
 021-35082325

### 相关报告

公司公布 15 年年报，实现营收 63.18 亿元，同比增长 19.23%；净利润 3.93 亿元，同比下降 6.82%；每股收益 0.71 元，同比下降 6.82%。

公司系深圳市国资委控股企业。作为“国企改革”概念股龙头，公司率先进行产业升级，整合优质资源，积极参与深圳城建。主营业务为建筑施工、房地产开发和商业运营，致力于为客户提供优质的产品和服务，建设宜居、生态、环保、智慧城市。公司拥有完备的建筑业企业资质，涉及市政、公路专业领域；已获房地产开发一级资质，已开发项目总建筑面积 200 多万平方米，集中在深圳、上海、广州、南宁、长沙等地。

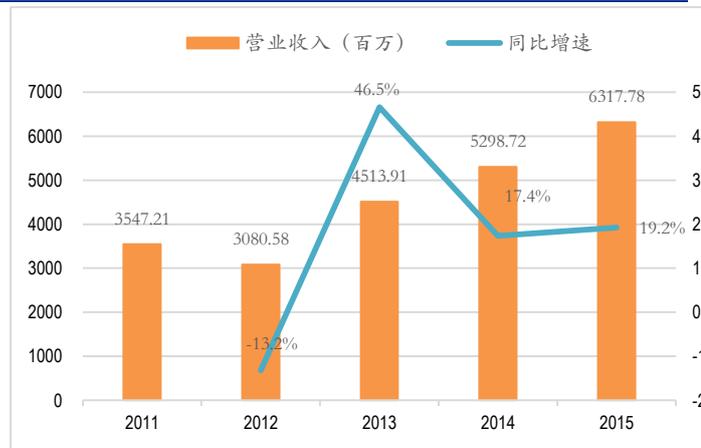
## 1. 营收靓丽、“十二五”规划胜利收官

公司 15 年实现营收 63.18 亿元，同比增长 19.23%；净利润 3.93 亿元，同比下降 6.82%；每股收益 0.71 元，同比下降 6.82%。其中建筑施工业实现营收 34.92 亿元，同比增长 8.3%，主要来源于本年实际完成的工程量同比增加，可见公司项目资源充足；房地产业实现营收 28.89 亿元，同比增长 36.01%，主要来源于广州天健上城项目的收入结转；物业租赁实现营收 1.45 亿元，同比减少 5.69%，主要原因是旧改拆迁致使物业出租面积降低，租金同比减少；其他行业实现营收 3.29 亿元，同比增加 8.08%。上年同期转让建工股权及减持“莱宝高科”股票共获股权转让收益 1.44 亿元，而 15 年无此类投资收益，导致净利润的下降。其中经营性净利润 3.78 亿元，同比增长 21.64%，可见公司实际经营依然实力雄厚。

15 年 ROE 为 7.98%，同比下降 3.98%，扣除非经常性损益后同比下降 1.14%；权益乘数为 2.67，同比下降 0.31；销售净利率为 6.21%，同比下降 1.74%；销售毛利率 21.14%，同比增长 1.02%。公司 15 年投入大量资金于项目和土地储备，未来收益有望回升。公司三费比率中销售费率和管理费率同比分别下降 0.57 和 0.25，经营能力得到较好改善，财务费率同比增加 0.68，源于新增的产业投资和土地储备未资本化。

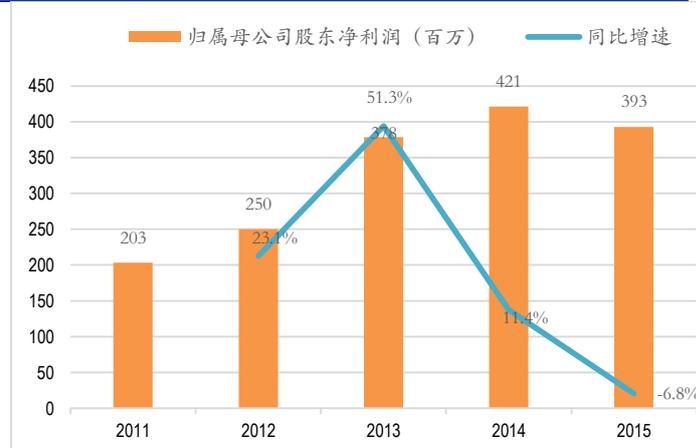
15 年末公司总股本 8.56 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元（含税），共计 1.71 亿元，资本公积金每 10 股转增 4 股，公司股本增至 11.98 亿股。16 年公司计划投资 795,516 万元。其中：房地产开发项目投资 353,060 万元；固定资产投资 8,356 万元；股权类投资 126,700 万元；景田市场、棚户区改造项目投资 7,400 万元；土地拓展项目投资 300,000 万元。

图 1：15 年实现营收 63.18 亿元，同比增长 19.23%



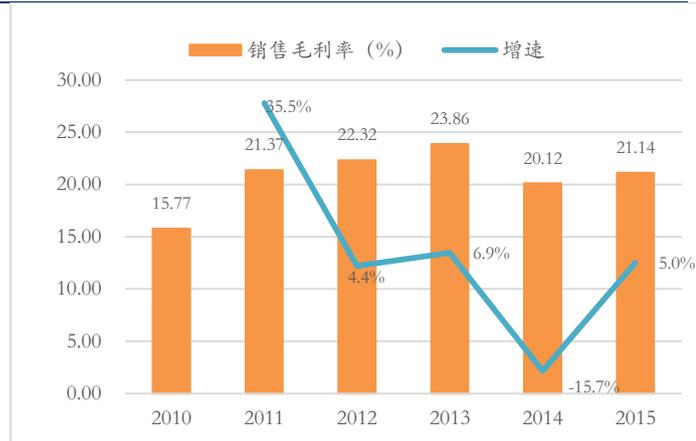
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：15 年实现净利润 3.93 元，同比下降 6.82%



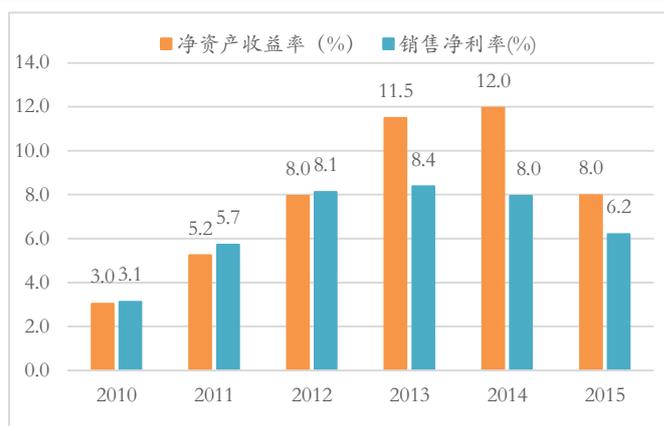
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：15 年销售毛利率 21.14%，同比增长 1.02%



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：15 年 ROE 为 7.98%，销售净利率为 6.21%



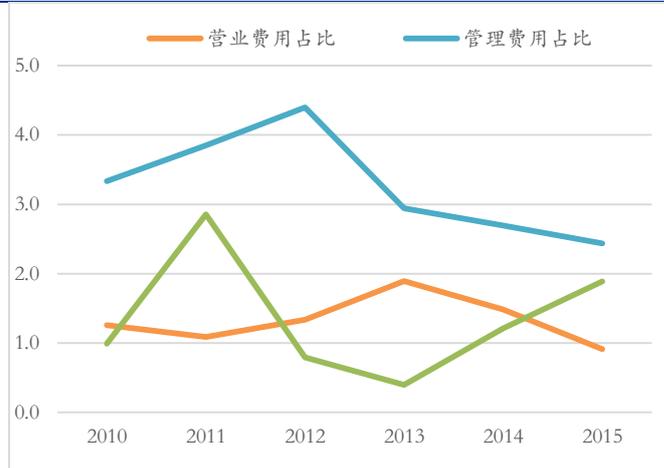
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 5：资产负债率下降 3.92%，权益乘数下降 0.31



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 6：三费比率



资料来源：wind、安信证券研究中心

## 2. 资源充沛，拿地收购快提速

15 年公司大力加强了资源储备，获取了一系列重大项目为之后的发展积累后劲。公司抓住市政基建高峰期的市场机遇，开发了大量市政优质项目，如深圳市城市轨道交通 9 号线 9102 标段 BT 项目、惠大疏港高速公路东江特大桥主体建设。公司施工项目市场拓展金额 38 亿元，在建工程 63 项，合同金额 92.51 亿元。依靠“开发+运营”的一体化全产业链城市运营经验，有望在深圳未来市政改造中承担更多项目。

表 1：15 年公司建筑施工工业项目

|                     | 项目数量 (个) | 合同金额 (亿元) |
|---------------------|----------|-----------|
| 期初在建项目 (2015.1.1)   | 67       | 100.86    |
| 报告期内新开工项目           | 25       | 26.70     |
| 报告期内竣工项目            | 29       | 35.04     |
| 期末在建项目 (2015.12.31) | 63       | 92.51     |

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

15年房地产市场利好频出，公司抓住市场回暖时机，**加快去库存，业绩稳步增长**，在售楼盘8个，在建项目7个，布局深圳、广州、上海、南宁、长沙和惠州六个城市。**拿地方面，公司加大土地储备力度**：以人民币6.05亿元竞得上海市浦东新区南码头14-03C地块的国有建设用地使用权；以2.65亿元摘取了漕河泾奉贤公司40%股权；收购广西华珏公司60%的股权，增加在南宁的项目和土地储备；以20.58亿元竞得建筑面积约20万平方米的深圳西丽曙光地块，增加在深圳的产业地产资源储备。同时，公司积极盘活存量资产，天健工业区已拆迁。“十三五”规划时期，公司紧跟改革风探索房地产创新模式，强大的资源储备为公司的后续转型发展提供坚实力量。

表2：15年公司土地储备情况表

| 项目名称              | 项目类型 | 土地面积      | 计容积率建筑面积   |
|-------------------|------|-----------|------------|
| 1 长沙芙蓉盛世三期        | 商住项目 | 86,978.96 | 392,531.90 |
| 2 惠州阳光花园二、三期      | 商住项目 | 93,583.00 | 233,958.00 |
| 3 广州广氮健明四路地块      | 商住项目 | 10,943.00 | 30,415.00  |
| 4 深圳福田区安托山地块      | 商住项目 | 7,425.30  | 18,700.00  |
| 5 上海南码头项目         | 商住项目 | 9,084.80  | 24,074.72  |
| 6 深圳景田天健工业园更新改造项目 | 商住项目 | 34,812.40 | 206,410.00 |
| 7 深圳龙岗区回龙埔地块      | 产业项目 | 34,999.01 | 48,998.61  |
| 8 深圳西丽曙光汽车城项目     | 产业项目 | 90,532.88 | 199,180.00 |

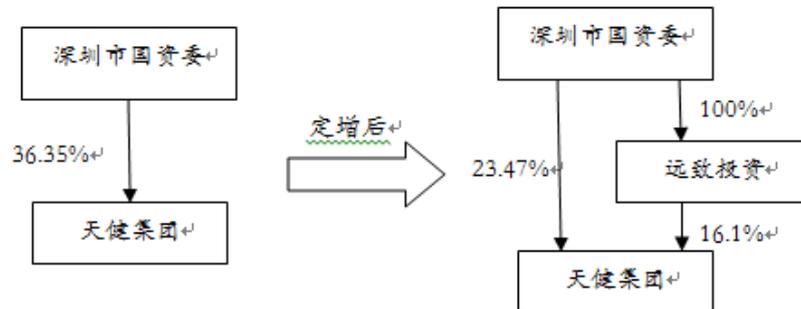
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 国资强力支持、资源整合重要平台

公司控股股东深圳市国资委对公司坚定支持。14年公司收购深圳市路桥龙头企业粤通100%的股权；管理层持股的资产管理计划的持股比例达4.7%；深国资公告称不减持公司股票且择机增持；一系列举措表明公司深受深圳国资委器重，有望成为深国资整合平台之一。

15年12月落实定增发行3.03亿股，募资22亿元，其中远致投资认购13.78亿股，国有资本控股比例从36.35%提高到39.57%，进一步巩固国有资本的控制力。本次定增另外引入9位战略投资者，包括产业资本2家（高新投、达实投资）、公募基金2家（国信弘盛、红土创新）、私募基金4家（硅谷天堂、凯富基金、创东方、架桥投资），有利于优化上市公司股权结构，在技术、管理和资源上形成协同效应，促进企业资源整合和产业升级转型。

图 7：定增后国资控制加强



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

在国资大力支持与 16“深圳城市管理治理年”的背景下，公司致力于以“筑造宜居城市”为己任，坚持“城市级”战略发展思路，积极参与深圳市基建。16年1月公司与中国交建旗下的“中交城投”合资成立“中交天健”公司，志在开拓深圳及周边市场的围填海和基础设施投资建设运营业务，深圳市委书记马兴瑞表示深圳将再填海 55 平方公里、陆地整备 50 平方公里左右；16年3月公司拟于深圳巴士合作，共同推进公交场站综合立体开发，以重点车站作为城市发展节点，在城市更新中将保障性住房、商业开发和交通枢纽等项目进行整合开发。16年公司将进一步整合内外部资源，围绕深圳市“十三五”规划，利用“开发+运营”一体化全产业链城市运营经验为城市建设运营提供系统集成服务，在深国资资源整合战略中担当重要平台角色。

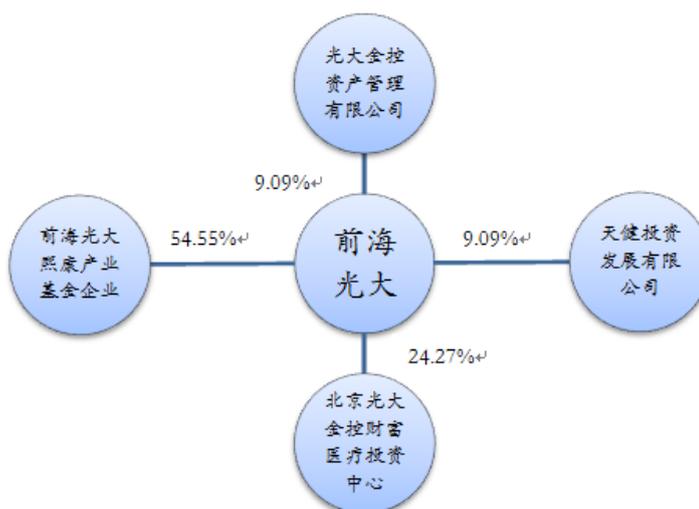
#### 4. “国改”先锋、棋落多产业转型升级

在房地产行业发展的白银时代，开发商探索跨界创新模式成为新趋势。随着国内未来消费结构的变化和“国改”的产业转型，公司将目光聚焦在医疗健康、汽车后服务、绿色创新基地等潜力产业，扩大现有业务的内涵与外延，积极探索产业转型升级之路。

15年7月，公司以自有资金出资 0.5 亿元，与光大金控等主体共同发起设立深圳前海光大产业发展有限公司，定向投资于首都医疗健康产业有限公司的增资扩股。增资后，前海光大所持股份比例为 26.87%，成为首都医疗的第二大股东。公司约占首都医疗增资总股本的 2.44%。虽然股权比例不大，但却标志着公司开展“十三五”规划产业转型。

通过本项投资，公司转型“大健康”，未来可深度对接首都医疗丰富的医疗健康产业资源，获得与公司自身业务的协同效应，从一个较高起点布局健康、医疗、养老服务行业。首都医疗的首次增资扩股入股价格不高于每股 1.5 元，具有较高的安全边际。首都医疗依托股东北京国资、光大金控雄厚的资本实力和首都丰富的医疗资源，积极参与医疗卫生体制改革，得到政府多部门的大力支持。虽然是新兴企业，但运作模式清晰高效，发展前景看好，同时，公司也将以本次投资为契机，加强与光大金控的合作，将助力公司与光大金控在建筑施工、地产开发、商业运营服务等多个领域开展全面合作，促进公司主业发展。

图 8：与光大金控等设立前海光大



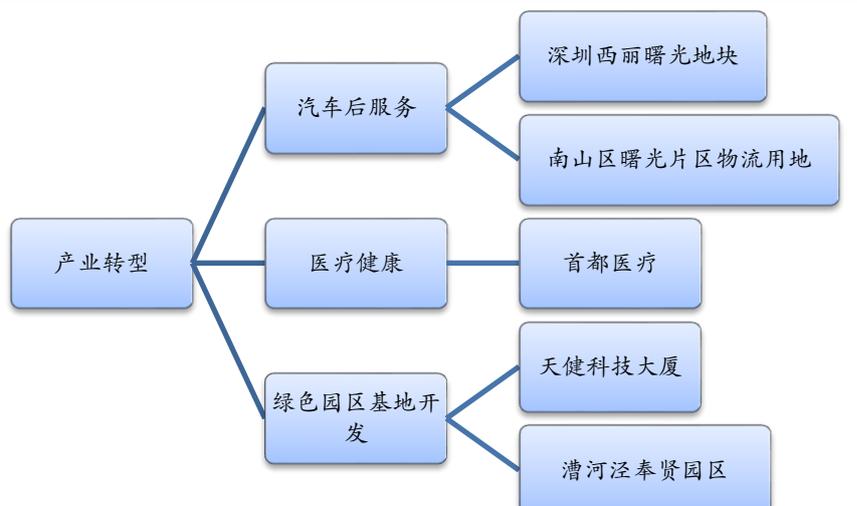
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

随着公司战略从“开发”逐步转向“运营”，公司转型园区开发运营，转变建筑业发展方式，注入“绿色”和“孵化器”的新活力。15年9月公司受让漕河泾奉贤公司40%股权，借此机会与上海临港集团合作，打造以“生态、节能、智慧、安全”为特征的新一代产业园区，利用“孵化器”概念打造创新基地。本次收购为公司引入战略合作，为未来打造绿色、智慧的高品质园区综合运营体系提供坚实基础。15年12月公司定增的募集资金投与天健科技大厦项目，致力打造一个智能化绿色总部基地，位于深圳南山“大沙河创新走廊”侨城北产业辐射带核心区域，项目区位优势突出，预计经济价值好，为公司绿色园区的开发发展添砖加瓦。15年12月公司竞得深圳西丽曙光地块，建筑面积20万平方米。“西丽曙光汽车城”项目将承接深圳市内汽车销售展示终端，并配套金融、研发、物流、维护、保养等汽车综合服务，是公司地产业务转型汽车后服务的重要探索。目前项目已经取得了建设用地规划许可证，并获得了深圳市重大项目证书。

表 3：公司致力“绿色”园区开发项目表

| 项目名称        | 建筑面积<br>(万平方米) | 简介  |
|-------------|----------------|---|
| 天健科技大厦      | 13.80          | 打造一个集智能化绿色总部基地、创新型产业孵化基地和片区商业配套服务基地为一体的科技产业运营项目 |
| 上海漕河泾南桥园区   | 63.00          | 与上海临港集团合作，打造以“生态、节能、智慧、安全”为特征的新一代产业园区           |
| 龙岗回龙埔项目工业用地 | 12.00          | 拟打造健康医疗相关产业                                     |
| 南山区曙光片区物流用地 | 19.00          | 将承接深圳市内的汽车销售展示终端，且配套金融、研发、物流、商务、维护、保养等汽车综合服务    |

图 9：15 年公司产业转型升级布局



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 5.投资建议

公司作为“国改”概念龙头股，股东背景强大，多举措投入城市基建和产业转型升级，随着“十三五”规划的推进收益前景看好。公司经营稳健，资源充沛，资金面充足，未来有多项项目可带来收入结转。公司投资多项政策改革相关产业，利用本身“地产+运营”的优势可与合作企业产生协同效应，加快优质资源整合，未来收益可期。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.55、0.67 和 0.82，对应当前股价 PE 估值为 25.8X、21.0X、17.2X，首次覆盖给予“买入-A”评级，6 个月目标价 20.1 元。

**风险提示：**商业投资过多、转型不及预期

## 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    |          |
| <b>营业收入</b>  | 5,298.7  | 6,317.8  | 7,761.9  | 9,555.0  | 11,832.4 | <b>成长性</b>   |                   |        |          |          |          |          |
| 减:营业成本       | 4,232.6  | 4,982.5  | 6,085.3  | 7,510.2  | 9,350.0  | 营业收入增长率      | 17.4%             | 19.2%  | 22.9%    | 23.1%    | 23.8%    |          |
| 营业税费         | 356.1    | 494.8    | 603.6    | 739.6    | 920.9    | 营业利润增长率      | 20.9%             | -10.3% | 23.1%    | 22.5%    | 22.1%    |          |
| 销售费用         | 78.6     | 57.8     | 93.1     | 133.8    | 138.6    | 净利润增长率       | 11.4%             | -6.8%  | 19.1%    | 22.6%    | 21.9%    |          |
| 管理费用         | 142.7    | 153.9    | 199.1    | 238.9    | 299.7    | EBITDA 增长率   | 28.4%             | -1.1%  | 20.3%    | 18.9%    | 15.4%    |          |
| 财务费用         | 64.2     | 119.4    | 150.6    | 162.7    | 187.4    | EBIT 增长率     | 29.7%             | -0.5%  | 23.7%    | 19.7%    | 20.9%    |          |
| 资产减值损失       | 14.8     | 7.2      | 11.6     | 13.0     | 12.3     | NOPLAT 增长率   | 20.2%             | 0.3%   | 23.2%    | 19.9%    | 20.8%    |          |
| 加:公允价值变动收益   | -        | -        | -        | -        | -        | 投资资本增长率      | 4.3%              | 168.5% | -55.1%   | 197.0%   | -22.9%   |          |
| 投资和汇兑收益      | 151.6    | 1.0      | 1.0      | 2.0      | 3.0      | 净资产增长率       | 9.7%              | 67.7%  | -5.9%    | 67.2%    | 5.6%     |          |
| <b>营业利润</b>  | 561.4    | 503.3    | 619.5    | 758.7    | 926.6    | <b>利润率</b>   |                   |        |          |          |          |          |
| 加:营业外净收支     | 2.7      | 17.9     | 4.1      | 4.5      | 4.4      | 毛利率          | 20.1%             | 21.1%  | 21.6%    | 21.4%    | 21.0%    |          |
| <b>利润总额</b>  | 564.0    | 521.1    | 623.5    | 763.2    | 930.9    | 营业利润率        | 10.6%             | 8.0%   | 8.0%     | 7.9%     | 7.8%     |          |
| 减:所得税        | 142.5    | 128.7    | 155.8    | 189.6    | 232.0    | 净利润率         | 8.0%              | 6.2%   | 6.0%     | 6.0%     | 5.9%     |          |
| <b>净利润</b>   | 421.5    | 392.7    | 467.9    | 573.8    | 699.3    | EBITDA/营业收入  | 13.4%             | 11.1%  | 10.9%    | 10.5%    | 9.8%     |          |
|              |          |          |          |          |          | EBIT/营业收入    | 11.8%             | 9.9%   | 9.9%     | 9.6%     | 9.4%     |          |
| <b>资产负债表</b> |          |          |          |          |          | <b>运营效率</b>  |                   |        |          |          |          |          |
|              | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    | 固定资产周转天数     | 15                | 10     | 6        | 1        | -1       |          |
| 货币资金         | 2,135.3  | 4,224.4  | 5,190.4  | 6,389.4  | 7,912.3  | 流动营业资本周转天数   | 136               | 216    | 181      | 187      | 205      |          |
| 交易性金融资产      | -        | -        | -        | -        | -        | 流动资产周转天数     | 531               | 627    | 634      | 635      | 645      |          |
| 应收账款         | 617.2    | 730.5    | 870.5    | 1,134.1  | 1,327.4  | 应收账款周转天数     | 36                | 38     | 37       | 38       | 37       |          |
| 应收票据         | -        | 4.3      | 1.0      | 2.0      | 2.9      | 存货周转天数       | 332               | 385    | 355      | 356      | 367      |          |
| 预付账款         | 309.6    | 396.6    | 533.5    | 614.4    | 780.1    | 总资产周转天数      | 707               | 786    | 771      | 745      | 733      |          |
| 存货           | 5,302.6  | 8,207.0  | 7,117.8  | 11,762.6 | 12,371.8 | 投资资本周转天数     | 147               | 231    | 199      | 199      | 213      |          |
| 其他流动资产       | 79.0     | 12.2     | 44.0     | 45.1     | 33.7     | <b>投资回报率</b> |                   |        |          |          |          |          |
| 可供出售金融资产     | 970.1    | 1,057.0  | 1,013.5  | 1,035.2  | 1,024.4  | ROE          | 11.4%             | 6.4%   | 8.1%     | 5.9%     | 6.8%     |          |
| 持有至到期投资      | -        | -        | -        | -        | -        | ROA          | 3.8%              | 2.4%   | 2.8%     | 2.5%     | 2.8%     |          |
| 长期股权投资       | -        | 265.2    | 478.0    | 664.7    | 886.3    | ROIC         | 22.1%             | 21.3%  | 9.8%     | 26.1%    | 10.6%    |          |
| 投资性房地产       | 1,090.1  | 1,093.1  | 1,172.3  | 1,190.9  | 1,224.6  | <b>费用率</b>   |                   |        |          |          |          |          |
| 固定资产         | 191.0    | 174.1    | 85.8     | -19.0    | -79.2    | 销售费用率        | 1.5%              | 0.9%   | 1.2%     | 1.4%     | 1.2%     |          |
| 在建工程         | 71.0     | 111.4    | 152.2    | 192.6    | 233.1    | 管理费用率        | 2.7%              | 2.4%   | 2.6%     | 2.5%     | 2.5%     |          |
| 无形资产         | 111.1    | 106.4    | 95.3     | 84.5     | 73.3     | 财务费用率        | 1.2%              | 1.9%   | 1.9%     | 1.7%     | 1.6%     |          |
| 其他非流动资产      | 150.3    | 171.7    | -57.1    | -246.1   | -464.8   | 三费/营业收入      | 5.4%              | 5.2%   | 5.7%     | 5.6%     | 5.3%     |          |
| <b>资产总额</b>  | 11,027.3 | 16,553.8 | 16,697.1 | 22,850.4 | 25,326.1 | <b>偿债能力</b>  |                   |        |          |          |          |          |
| 短期债务         | 1,540.0  | 4,144.3  | 3,846.5  | 5,726.7  | 5,452.1  | 资产负债率        | 66.5%             | 62.6%  | 65.1%    | 57.3%    | 59.3%    |          |
| 应付账款         | 1,798.7  | 2,341.9  | 2,567.2  | 3,491.4  | 4,127.1  | 负债权益比        | 198.3%            | 167.1% | 186.4%   | 134.4%   | 145.9%   |          |
| 应付票据         | -        | -        | -        | -        | -        | 流动比率         | 1.35              | 1.55   | 1.31     | 1.63     | 1.52     |          |
| 其他流动负债       | 2,921.3  | 2,268.9  | 4,109.7  | 3,011.1  | 5,130.1  | 速动比率         | 0.50              | 0.61   | 0.63     | 0.67     | 0.68     |          |
| 长期借款         | 632.4    | 1,354.5  | -        | 573.3    | -        | 利息保障倍数       | 9.75              | 5.22   | 5.11     | 5.66     | 5.95     |          |
| 其他非流动负债      | 438.2    | 246.1    | 343.7    | 297.7    | 318.3    | <b>分红指标</b>  |                   |        |          |          |          |          |
| <b>负债总额</b>  | 7,330.6  | 10,355.7 | 10,867.2 | 13,100.3 | 15,027.6 | DPS(元)       | 0.15              | -      | 0.11     | 0.13     | 0.16     |          |
| 少数股东权益       | 10.0     | 36.8     | 36.7     | 36.5     | 36.1     | 分红比率         | 30.2%             | 0.0%   | 20.0%    | 20.0%    | 20.0%    |          |
| 股本           | 552.5    | 855.6    | 855.6    | 855.6    | 855.6    | 股息收益率        | 1.1%              | 0.0%   | 0.8%     | 1.0%     | 1.2%     |          |
| 留存收益         | 2,469.2  | 4,606.7  | 4,937.6  | 8,858.1  | 9,406.7  |              |                   |        |          |          |          |          |
| <b>股东权益</b>  | 3,696.7  | 6,198.1  | 5,829.9  | 9,750.2  | 10,298.4 |              |                   |        |          |          |          |          |
|              |          |          |          |          |          | <b>现金流量表</b> |                   |        |          |          |          |          |
|              |          |          |          |          |          |              | 2014              | 2015   | 2016E    | 2017E    | 2018E    |          |
|              |          |          |          |          |          |              | 净利润               | 421.5  | 392.4    | 467.9    | 573.8    | 699.3    |
|              |          |          |          |          |          |              | 加:折旧和摊销           | 87.7   | 82.6     | 74.0     | 82.3     | 44.4     |
|              |          |          |          |          |          |              | 资产减值准备            | 14.8   | 7.2      | -        | -        | -        |
|              |          |          |          |          |          |              | 公允价值变动损失          | -      | -        | -        | -        | -        |
|              |          |          |          |          |          |              | 财务费用              | 68.6   | 126.6    | 150.6    | 162.7    | 187.4    |
|              |          |          |          |          |          |              | 投资损失              | -151.6 | -1.0     | -1.0     | -2.0     | -3.0     |
|              |          |          |          |          |          |              | 少数股东损益            | 0.0    | -0.3     | -0.1     | -0.2     | -0.4     |
|              |          |          |          |          |          |              | 营运资金的变动           | -28.8  | -2,774.9 | 3,216.8  | -5,305.0 | 1,771.4  |
|              |          |          |          |          |          |              | <b>经营活动产生现金流量</b> | 351.2  | -2,193.1 | 3,908.2  | -4,488.4 | 2,699.1  |
|              |          |          |          |          |          |              | 投资活动产生现金流量        | 90.3   | -887.8   | -50.2    | -45.5    | -33.4    |
|              |          |          |          |          |          |              | 融资活动产生现金流量        | -149.7 | 5,164.4  | -2,892.1 | 5,733.0  | -1,142.8 |
|              |          |          |          |          |          |              | <b>业绩和估值指标</b>    |        |          |          |          |          |
|              |          |          |          |          |          |              | EPS(元)            | 0.49   | 0.46     | 0.55     | 0.67     | 0.82     |
|              |          |          |          |          |          |              | BVPS(元)           | 4.31   | 7.20     | 6.77     | 11.35    | 11.99    |
|              |          |          |          |          |          |              | PE(X)             | 28.6   | 30.7     | 25.8     | 21.0     | 17.2     |
|              |          |          |          |          |          |              | PB(X)             | 3.3    | 2.0      | 2.1      | 1.2      | 1.2      |
|              |          |          |          |          |          |              | P/FCF             | 26.8   | 131.5    | 6.6      | -5.7     | 7.1      |
|              |          |          |          |          |          |              | P/S               | 2.3    | 1.9      | 1.6      | 1.3      | 1.0      |
|              |          |          |          |          |          |              | EV/EBITDA         | 8.7    | 20.4     | 10.6     | 10.2     | 6.8      |
|              |          |          |          |          |          |              | CAGR(%)           | 10.8%  | 21.2%    | 7.3%     | 10.8%    | 21.2%    |
|              |          |          |          |          |          |              | PEG               | 2.6    | 1.4      | 3.5      | 1.9      | 0.8      |
|              |          |          |          |          |          |              | ROIC/WACC         | 2.8    | 2.7      | 1.2      | 3.3      | 1.3      |
|              |          |          |          |          |          |              | REP               | 1.0    | 0.9      | 2.7      | 0.4      | 1.0      |

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 | 侯海霞 | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn      |
|       | 许敏  | 021-35082953  | xumin@essence.com.cn      |
|       | 孟硕丰 | 021-35082788  | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 潘艳  | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |
|       | 朱贤  | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn    |
| 北京联系人 | 李栋  | 021-35082821  | lidong1@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 |
|       | 李倩  | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |
| 深圳联系人 | 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     |
|       | 张青  | 0755-82821681 | zhangqing2@essence.com.cn |
|       | 邹玲玲 | 0755-82558183 | zoull@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3楼

邮编： 200122

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