

2015年01月08日

苏交科 (300284.SZ)

稳步成长，伺机升级

■ **“稳增长”发力基建投资，公司内生增长将保持较快增速。**当前国内经济增长乏力，国家对基建投资持续加码，重点领域包括铁路、公路、机场、轨道交通等，自去年四季度以来发改委批复项目投资总额接近1.4万亿元，“七大工程包”中交通工程占半数。公司作为国内交通基建设计咨询领先企业，必将从中充分受益，内生增长有望保持较快增速。我们预计公司2014、2015年将保持20-30%的订单增长。

■ **外延扩张稳步推进，并表效果正持续体现。**公司去年上半年收购的厦门市市政设计院和淮交院去年下半年才开始并表，二者权益承诺业绩之和占我们预测的苏交科2014年盈利的18.5%，今年上半年还将有并表增厚效果。此外去年底完成收购中铁瑞威，切入铁路设计和检修市场，在铁路投资加速之际有望实现较快业务增长，并将在今年全年并表（按照承诺业绩预计增厚7%）。公司2013年收入仅16亿元，对标企业AECOM收入超过80亿美元，未来公司通过内生和外延方式持续快速成长还有巨大空间。

■ **定增锁三年方案显示超强信心，亦将极大增强并购实力。**公司增发面向大股东、二股东及员工持股计划，当前证监会已受理申请，处于上会前夕。增发完成后公司资金实力将显著提升，增强公司现金收购能力；大股东和二股东大额认购（二人合计认购比例达到56%）不仅彰显管理层超强信心，亦将提高二人持股比例、降低未来股权收购导致控制权稀释之忧，未来股权收购余地将更大。

■ **对标AECOM开拓环保市场潜力巨大。**新环保法年初实施，环保产业投资将加大力度。由于建筑公司开拓环保市场具有客户资源优势（尤其与地方政府关系深厚）、与环保项目EPC+运营的业务模式相通、具有资金和总包优势，因此极具竞争力。公司对标企业AECOM具有较大的环境咨询业务，公司在现有环评业务基础上未来亦有通过并购或引入团队开拓污水处理等热点业务的潜力。作为建筑公司，开拓环保业务对估值提升帮助极大。

■ **投资建议：**我们预测公司2014/2015/2016年定增完成摊薄后EPS分别为0.52/0.64/0.84元，2013-2016年CAGR为33%。当前股价为11.18元，对应2014/2015/2016年21/17/13倍PE。考虑到管理层充足信心、未来持续并购扩张潜力，维持16元目标价，对应2015年25倍PE，维持“买入-A”评级。

■ **风险提示：**应收账款坏账风险、收购整合风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,179.0	1,627.6	1,983.9	2,589.0	3,169.4
净利润	141.3	185.6	250.5	339.0	441.1
每股收益(元)	0.28	0.37	0.52	0.64	0.84
每股净资产(元)	2.80	3.10	3.60	4.44	5.03
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	39.7	30.2	21.4	17.3	13.3
市净率(倍)	4.0	3.6	3.1	2.5	2.2
净利润率	12.0%	11.4%	12.6%	13.1%	13.9%
净资产收益率	10.1%	11.9%	14.5%	14.5%	16.7%
股息收益率	0.9%	0.9%	1.4%	1.7%	2.3%
ROIC	21.1%	19.6%	25.0%	28.3%	32.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司动态分析

证券研究报告

建筑施工 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

16.00元

股价(2015-01-07)

11.18元

交易数据

总市值(百万元)	5,713.25
流通市值(百万元)	3,115.70
总股本(百万股)	501.60
流通股本(百万股)	273.55
12个月价格区间	8.18/19.50元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-12.69	-58.01	-101.08
绝对收益	3.83	-9.46	-38.43

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
0755-88285839

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

相关报告

并购增厚促业绩加速增长	2014-10-28
并购切入铁路市场打造全新增长点	2014-09-30
对内定增锁三年彰显超强信心	2014-09-19

目录

目录.....	2
1. 内生外延助力公司持续增长.....	3
1.1. “稳增长”政策频出，基建投资快速增长.....	3
1.2. 外延扩张加速推进，并购效果逐步显现.....	5
1.2.1. 外延扩张加速推进.....	5
1.2.2. 业绩并表增厚效果正持续体现.....	5
2. 股东认购增发彰显信心，助力并购推进.....	6
3. 切入环保领域潜力巨大.....	6
3.1. 新环保法实施促环保产业投资快速增长.....	6
3.2. 建筑公司切入环保工程市场优势显著.....	7
3.3. 公司通过并购切入环保领域潜力巨大.....	7
4. 风险因素.....	7
5. 盈利预测与估值.....	7

1. 内生外延助力公司持续增长

1.1. “稳增长”政策频出，基建投资快速增长

当前国家经济增长乏力，“稳增长”在经济政策中的地位显著提升。自去年四季度以来，国家发改委密集批复多项基建项目，基建投资持续加码，国家通过有效基建投资稳增长意图明显。发改委所批复的49个项目，涵盖机场、铁路、公路、轨道交通，项目投资总额约13801亿元。其中铁路项目最多，投资额逾万亿元。

表 1：2014 年以来发改委批复铁路项目

日期	项目	投资 (亿)
12 月 22 日	浙江省都市圈城际铁路规划	1305
11 月 28 日	北京至张家口铁路八达岭段	17.5
	叙永至毕节铁路	121
11 月 25 日	长春至白城铁路	196.4
	渝怀铁路涪陵至梅江段	191.1
	阳平关至安康铁路	187.7
	正蓝旗至张家口铁路黑城子至张家口段工程	87.2
11 月 17 日	银川至西安铁路	708.5
	兰州至合作铁路	104.6
	成昆铁路峨眉至米易段	453
	多伦至丰宁铁路多伦至塔黄旗段	64.9
11 月 5 日	柳州至梧州铁路	196
	南昌至赣州铁路	532.5
	连云港至镇江铁路	464.62
	格尔木至库尔勒铁路	376.4
	衢州至宁德的铁路	304.85
10 月 30 日	祥云至临沧铁路	155
	南昆铁路南宁至百色段增建第二线	98.83
	和顺至邢台铁路	66.4
	蒙西至华中地区铁路煤运通道	1930.4
10 月 22 日	大同至张家口铁路客运专线	179.9
	川藏铁路拉萨至林芝段	366
	黔江至张家界至常德铁路	384.4
10 月 16 日	商合杭铁路芜湖长江公铁大桥	86.46
	郑州至万州铁路	974.3
7 月 27 日	锦州港至白音华铁扩能工程	256.38
	大理至瑞丽铁路	257.3
6 月 14 日	玉溪至磨憨铁路	445.1
5 月 16 日	长春至西巴彦花铁路	164.67
5 月 10 日	济南至青岛高速铁路	520
5 月 10 日	川藏铁路成都至雅安段	41.65
3 月 14 日	深圳至茂名铁路江门至茂名段	290.4
3 月 10 日	青島至连云港	237.7
2 月 14 日	哈尔滨至牡丹江铁路	356.4
2 月 11 日	新疆红柳河至淖毛湖铁路	108.68
1 月 12 日	杭州至黄山铁路	365.5
	哈尔滨至佳木斯铁路	347.14

数据来源：互联网，安信证券研究中心

公路、轨道交通项目亦获得两批集中批复，其中合肥轨道交通规划投资总额达787.8亿元，数额较大。此前，交通部《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》已明确要求充分发挥轨道交通和快速公交（BRT）在城市交通系统中的骨干作用，未来市场空间巨大。

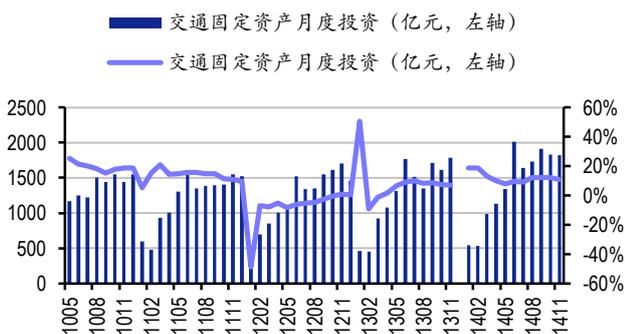
表 2: 发改委批复公路与轨道交通投资项目

日期	项目	投资(亿)
12月22日	合肥轨道交通规划	787.84
	柳州至南宁高速公路	201.2
	龙川至怀集公路	401.8
12月15日	东山至潮州古巷公路	74.2
	河池至百色公路	157.9
	汶川至马尔康公路	288

数据来源: 互联网, 安信证券研究中心

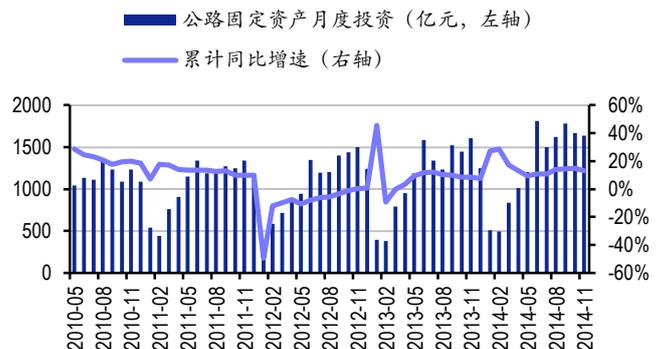
“十二五”计划收官, “十三五”规划正在加紧编制。交通投资方面, 2014年1-11月全国完成交通固定资产投资15505亿元, 同比增长10.9%; 完成公路固定资产投资14076亿元, 同比增长13.1%, 公路投资自8月以来明显提速, 各省市自发加码公路投资, 新开工项目明显增多。今年是“十二五”的收官之年, 许多项目的建设将进入到抢工阶段。我们预计今年公路投资规模为1.6万亿元, 增长4%, 工程咨询业务占比约5%-7%, 按此计算, 公路设计咨询市场规模约800-1120亿元。“十三五”规划正在加紧编制, 预计以大交通为主要内容的基建投资及在城镇化继续推进下的市政投资将稳步增长。

图 1: 全国交通固定资产投资额及增速



数据来源: 安信证券研究中心

图 2: 全国公路基建投资额及增速



数据来源: 安信证券研究中心

表 3: 公路行业历史数据及预测

项目(亿元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	十二五合计
公路	6489	6881	9669	11482	12596	12714	13692	15400	16000	70402
年增长率%	4%	6%	41%	19%	10%	1%	7.70%	12%	4%	

数据来源: 安信证券研究中心

“七大工程包”逐步落地, 交通工程项目总量庞大。去年年底, 国务院已批准发改委所提出包括“粮食水利、交通、生态环保”等工程在内的“七大工程包”基础设施项目, 包含420多个项目, 总投资逾10万亿。

据现有信息, 420多项项目中, 已确定约有200项交通项目, 占据半壁江山; 总投资中的7万亿亦有望今年投放, 交通项目工程及其相关业务将再赢广阔机遇。

公司内生增长有望保持较快增速。公司2014年9月收购北京中铁瑞威基础工程有限公司85%股权, 切入铁路设计检测市场, 目前已获得交通领域全部资质。在基建投资快速增长背景下, 预计公司内生增长还将保持较快增速。我们预计公司2014、2015年订单有望保持20-30%的增速。

1.2. 外延扩张加速推进，并购效果逐步显现

1.2.1. 外延扩张加速推进

公司持续并购扩张与做大市值，形成良性互动，并不断探索优质并购对象；公司对标海外领先工程设计咨询公司 AECOM 成功经验，进行异地扩张，获取不同领域设计咨询资质，拓展业务范围。

现阶段公司业务领域已扩展到公路、桥梁、市政、水运、轨道交通、房屋建筑、环保工程、安全评价和铁路，平均每年收购 2-3 个项目。公司增发完成后在手资金充裕，收购淮交院亦使公司积累股权收购经验，未来并购战略将快速推进。

表 4：公司历年并购标的及目的

序号	公告日期	收购/增资对象及比例	对价	被收购方主营业务	被收购方业绩承诺	过往业绩	目的
1	2012/7/29	收购杭州华龙交通勘察设计有限公司 70% 股权	3636 万	公路工程勘察、设计、咨询，市政工程咨询	2012M8-12/2013/2014/2015 扣非后净利润 700/1100/1200/1206 万元	预计 2013 年实现营业收入 4000-5000 万元、净利润 900-1100 万元；业绩增长 20% 以上。	完善市场布局、获取人力资源、输出管理
2	2012/10/29	与中水电建设集团路桥工程有限公司合资投资中水电路桥勘察设计院有限公司持有 49% 股权	980 万				借助央企品牌和业务平台获取业务
3	2012/10/29	全资子公司江苏燕宁公路工程技术有限公司与漳州市顺通路桥建设有限公司共同出资设立福建省燕宁顺通科技发展有限公司，前者占 55% 股权	2750 万				对在路面新材料领域拥有先进的研究成果进行市场化
4	2013/1/28	甘肃科地工程咨询有限责任公司 70% 股权	2552 万	公路、市政领域的工程咨询、勘察、设计	2013/14/15/16 年扣非后净利润不低于 444 /544 /544 /544 万元	2012 年净利润 353 万元	完善市场布局、获取人力资源、输出管理
5	2013/7/29	参股 23% 投资组建重庆鼎丰国际工程咨询有限公司	230 万	公路、隧道、桥梁的试验、检测、咨询			与具有资源优势股东合作，开拓重庆及周边市场
6	2013/9/10	收购江苏三联安全评价咨询有限公司 100% 股权	600 万	安全评价、职业病危害监测、职业卫生评价等	2013/14/15 年扣非后净利润不低于 42/105/168 万元	原业务范围未来 2 年年均净利润为 136.5 万元，并购后至 2015 年，新增业务可另累计新增税后利润 472 万元	进入安全评价市场，获取人力资源、输出管理
7	2014/4/10	收购厦门市市政工程设计院有限公司 83.58% 股权	15990.3 万	市政工程设计	2014/15/16/17 年扣非后净利润不低于 2280/2736/3283/3940 万元	2013 年收入 17965 万元，净利润 1873 万元	拓展市场、进军水处理
8	2014/4/14	收购淮安市交通规划设计院有限公司 100% 股权	18974.55 万	公路、市政工程设计及咨询业务	2014/15/16/17/18 年扣非后净利润不低于 2731/6009/9778/14113/20325 万元	2013 年收入 10033.2 万元，净利润 2092.7 万元	拓展市场、输出管理
9	2014/9/30	收购北京中铁瑞威基础工程有限公司 85% 股权	10041.6 万	铁路病害整治服务和隧道特种工程施工	2014 年扣非后净利润不低于 1745 万元，2015-2017 年累计净利润目标为 10377 万元	2013 年收入 14485.3 万元，净利润 1548.2 万元	增强在铁路系统市场的业务承接能力

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

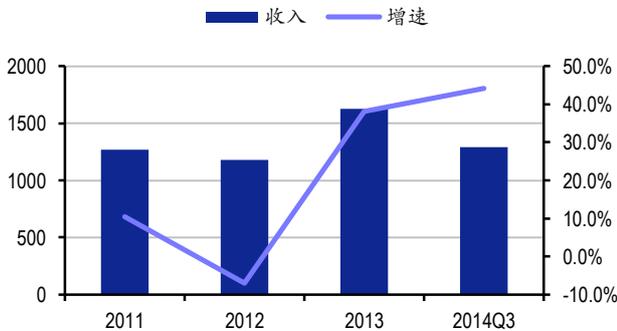
1.2.2. 业绩并表增厚效果正持续体现

公司前三季度实现收入 12.9 亿元，同比增长 44.2%，归属于上市公司股东的净利润 1.6 亿元，同比增长 33.0%。

公司三季度单季收入增长 84.2%，盈利增长 35.2%，公司收购的厦门市市政设计院和淮交院并表对公司盈利形成新增贡献（其中厦门院贡献约 10%，淮交院 9 月开始并表、贡

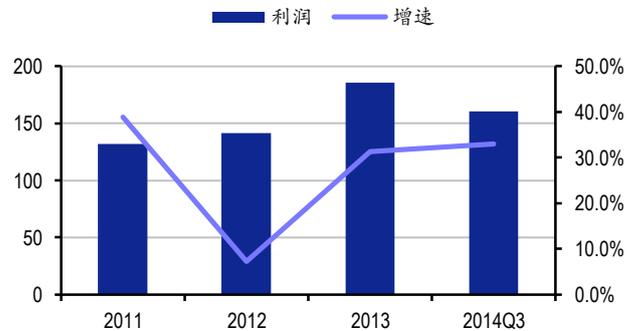
献尚不明显；二者权益承诺业绩之和占我们预测的苏交科2014年盈利的18.5%)，今年上半年厦门院和准交院还将有并表增厚效果。此外，公司去年底完成了中铁瑞威的收购，今年将全年并表（根据承诺业绩预计增厚7%）。

图3：公司历年收入（百万）及增速



数据来源：wind，安信证券研究中心

图4：公司历年利润（百万）及增速



数据来源：wind，安信证券研究中心

2. 股东认购增发彰显信心，助力并购推进

公司2014年9月初公告拟以8.13元/股向实际控制人符冠华、王军华和苏交科第1期员工持股计划非公开发行不超过4,600万股股票，募集不超过37,398万元，扣除发行费用后将全部用于补充公司流动资金。其中符冠华认购不低于1,460万股、王军华认购不低于1,100万股，苏交科第1期员工持股计划认购不超过2,040万股，均锁定三年。

现阶段，证监会已受理增发申请，正在审核中，年内有望获批。

增发助力公司扩张实力。此次增发完成后公司在手资金增加3.7亿元，资金实力显著增强；充裕的在手资金助公司有更强底气大举并购。此外，此次增发成功亦为公司总包项目垫资提供资金。

公司并购方式得以丰富。实际控制人认购完成后合计持股比例由37.4%提升至39%，消除了未来采用股权收购导致摊薄股权的后顾之忧，将促进公司采用股权或现金股权混合方式收购大型标的。

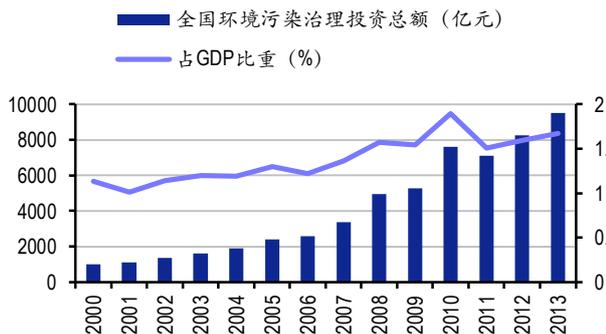
彰显管理层超强信心，业绩增长得以保障。增发股份中大股东、二股东分别认购31.7%、23.9%，合计占增发总数的55.6%；此次定增方案表明管理层对未来业绩的超强信心。此外，员工持股计划覆盖公司管理人才和业务骨干，将确保股东、公司和员工利益一致，极大促进员工凝聚力和积极性，保障业绩快速增长。

3. 切入环保领域潜力巨大

3.1. 新环保法实施促环保产业投资快速增长

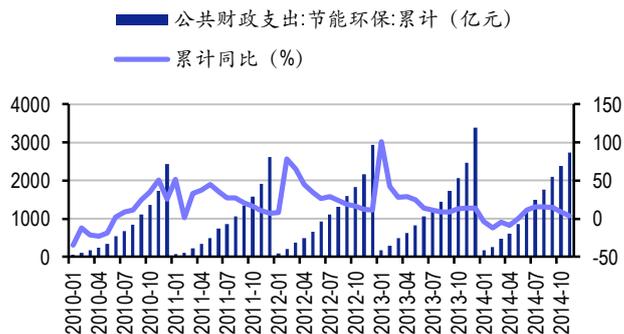
2015年1月1日号称“史上最严”的新环保法正式实施，我国环境治理投资迎来快速增长。2002-2013年全国环境污染治理投资总额复合增速为19%，到2013年达到9516.5亿元，占全国GDP的比重为1.67%，预计未来将持续提升。国家对环保的资金支持力度也在不断增强，根据“十二五”节能环保产业规划，2015年我国环保产业产值将达到4.5万亿元，复合增长率18%。

图 5: 环境污染治理投资及 GDP 占比



数据来源: 统计局, 安信证券研究中心

图 6: 财政支出中节能环保累计值及增速



数据来源: 统计局, 安信证券研究中心

3.2. 建筑公司切入环保工程市场优势显著

业主资源优势

典型的环保企业其业主主要是地方政府和工业企业，这也正是建筑公司客户。建筑公司在长期跟踪服务政府、企业客户的过程中，对其资金实力、需求偏好、招投标特点等业主信息的掌握较环保企业更全面、积累周期更长久，因此建筑公司具有相对的业主关系和信息优势。

业务模式优势

环保企业主要以设计、咨询、建设、投资、运营与服务、药剂提供等形式获取盈利，而这与建筑公司业务完全一致，建筑公司对上述各环节的经营模式、商务技巧都掌握娴熟，在进入环保市场时能够很好地把握项目的承接、实施和服务。

规模、资金、人才优势

建筑公司规模普遍比专业环保公司大，资金实力充足，且具有工程设计、项目投融资管理等方面的专业人才储备，未来通过基建设计、EPC、BT、BOT 业务环节或兼并收购手段、利用资金优势切入环保市场将具有极强竞争力。

3.3. 公司通过并购切入环保领域潜力巨大

公司未来有望通过产业并购或引入团队的方式切入环保领域，这也与公司的战略定位和自身优势相一致。公司对标的 AECOM 在环保领域亦有涉足，业务范围涵盖市政供水及污水处理、水资源保护、环评服务等，下游领域有化工、电力、采矿、油气、交通、制造业及政府客户，通过十年间近十次并购，逐步完善在全球的环保产业咨询服务布局。苏交科此前已有环评业务，但占比总体较低，基于公司外延扩张的经验储备及资金优势，我们预计公司将通过并购切入环保领域，如污水处理等。

4. 风险因素

应收账款坏账风险、收购整合风险。

5. 盈利预测与估值

我们预测公司增发摊薄后 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.52/0.64/0.84 元, 2013~2016 年 CAGR 为 33%。当前股价为 11.18 元，对应 2014/2015/2016 年 21/17/13 倍 PE。考虑到管理层充足信心、未来并购扩张巨大潜力，维持 16 元目标价，对应 2015 年 25 倍 PE，维持“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月07日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,179.0	1,627.6	1,983.9	2,589.0	3,169.4	成长性					
减:营业成本	744.7	1,155.7	1,377.4	1,787.7	2,180.5	营业收入增长率	-7.0%	38.0%	21.9%	30.5%	22.4%
营业税费	42.3	18.1	21.8	28.7	34.9	营业利润增长率	6.5%	38.9%	30.4%	37.4%	30.2%
销售费用	45.5	47.5	60.5	80.8	98.3	净利润增长率	7.2%	31.3%	35.0%	35.3%	30.1%
管理费用	131.3	182.8	228.2	299.0	364.5	EBITDA 增长率	1.5%	21.2%	29.4%	33.5%	28.4%
财务费用	-0.1	-28.9	-38.6	-59.4	-77.7	EBIT 增长率	-0.4%	21.5%	29.9%	34.9%	30.1%
资产减值损失	50.1	24.5	36.0	42.0	35.0	NOPLAT 增长率	0.5%	18.1%	31.9%	34.9%	30.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.1%	3.3%	19.2%	12.0%	17.2%
投资和汇兑收益	-	1.6	0.5	0.7	0.9	净资产增长率	9.0%	14.6%	10.9%	33.8%	13.1%
营业利润	165.2	229.5	299.2	411.0	534.9	利润率					
加:营业外净收支	4.4	5.5	6.0	5.0	8.0	毛利率	36.8%	29.0%	30.6%	31.0%	31.2%
利润总额	169.6	235.0	305.2	416.0	542.9	营业利润率	14.0%	14.1%	15.1%	15.9%	16.9%
减:所得税	27.0	42.9	51.9	70.7	92.3	净利润率	12.0%	11.4%	12.6%	13.1%	13.9%
净利润	141.3	185.6	250.5	339.0	441.1	EBITDA/营业收入	16.2%	14.2%	15.1%	15.4%	16.2%
						EBIT/营业收入	14.0%	12.3%	13.1%	13.6%	14.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	47	38	37	30	25
货币资金	1,025.6	931.5	691.2	1,185.0	1,267.0	流动营业资本周转天数	164	131	114	103	103
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	750	560	474	450	460
应收帐款	1,418.3	1,547.8	1,891.0	2,539.1	2,919.2	应收帐款周转天数	407	328	312	308	310
应收票据	4.3	33.5	10.2	4.2	13.5	存货周转天数	2	4	3	3	3
预付帐款	37.3	32.6	51.3	48.0	80.6	总资产周转天数	846	664	570	521	521
存货	6.7	25.2	13.0	31.1	17.4	投资资本周转天数	228	188	172	152	143
其他流动资产	1.7	0.6	0.8	1.1	0.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.1%	11.9%	14.5%	14.5%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	6.2%	8.0%	8.0%	9.3%
长期股权投资	25.3	27.4	27.4	27.4	27.4	ROIC	21.1%	19.6%	25.0%	28.3%	32.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	153.0	191.7	210.9	223.1	219.6	销售费用率	3.9%	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%
在建工程	1.8	24.9	35.9	36.7	37.4	管理费用率	11.1%	11.2%	11.5%	11.6%	11.5%
无形资产	31.3	46.0	57.0	61.0	62.9	财务费用率	0.0%	-1.8%	-1.9%	-2.3%	-2.5%
其他非流动资产	179.4	259.6	177.5	172.5	197.9	三费/营业收入	15.0%	12.4%	12.6%	12.4%	12.1%
资产总额	2,884.8	3,120.9	3,166.2	4,329.1	4,843.9	偿债能力					
短期债务	579.8	370.5	-	-	-	资产负债率	50.5%	47.6%	42.7%	43.9%	43.3%
应付帐款	506.3	553.3	805.8	1,210.2	1,385.1	负债权益比	102.1%	90.8%	74.5%	78.3%	76.4%
应付票据	1.5	4.0	10.0	5.5	11.7	流动比率	1.72	1.80	2.00	2.06	2.09
其他流动负债	358.6	500.7	511.0	635.9	657.4	速动比率	1.72	1.78	1.99	2.04	2.08
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1,735.6	-6.94	-6.74	-5.91	-5.88
其他非流动负债	11.2	56.4	25.4	50.0	43.9	分红指标					
负债总额	1,457.5	1,484.9	1,352.3	1,901.6	2,098.2	DPS(元)	0.10	0.10	0.16	0.19	0.25
少数股东权益	25.3	83.1	85.9	92.1	101.6	分红比率	34.0%	25.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	240.0	240.0	480.0	526.0	526.0	股息收益率	0.9%	0.9%	1.4%	1.7%	2.3%
留存收益	1,161.7	1,312.7	1,248.1	1,809.4	2,118.2						
股东权益	1,427.3	1,636.1	1,813.9	2,427.5	2,745.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	142.6	192.1	250.5	339.0	441.1	EPS(元)	0.28	0.37	0.52	0.64	0.84
加:折旧和摊销	29.3	36.0	38.7	48.0	55.8	BVPS(元)	2.80	3.10	3.60	4.44	5.03
资产减值准备	50.1	24.5	-	-	-	PE(X)	39.7	30.2	21.4	17.3	13.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.6	3.1	2.5	2.2
财务费用	41.1	32.8	-38.6	-59.4	-77.7	P/FCF	469.9	-108.7	-21.5	27.4	25.5
投资损失	-	-1.6	-0.5	-0.7	-0.9	P/S	4.8	3.4	2.7	2.3	1.9
少数股东损益	1.3	6.5	2.8	6.2	9.5	EV/EBITDA	9.1	17.6	15.6	11.8	8.9
营运资金的变动	-255.1	97.7	-42.9	-102.0	-225.4	CAGR(%)	34.3%	32.9%	24.7%	34.3%	32.9%
经营活动产生现金流量	90.1	284.9	209.9	231.1	202.4	PEG	1.2	0.9	0.9	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-185.4	-135.4	-79.5	-64.3	-54.1	ROIC/WACC	2.0	1.9	2.4	2.7	3.1
融资活动产生现金流量	-19.6	-243.0	-370.8	327.0	-66.3	REP	1.0	2.5	1.9	1.5	1.1

数据来源: 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

杨涛、夏天分别声明, 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	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

