

中化岩土 (002542) 重大事项点评

涉足互联网金融，平台型巨头正在崛起

2015年7月20日

- ❖ **事项：**中国人民银行等十部委发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》明确进一步推进金融改革创新和对外开放，促进互联网金融健康发展，其中对网络借贷金融行为进行了规范。对此，我们评论如下。
- ❖ **中化岩土通过增资人行涉足互联网金融，“意见”利于行业规范发展。**2015年6月公司公告拟以3000万元增资人行科技，占0.14%股权，该标的是同创九鼎投资设立的互联网金融平台，主要产品是“借贷宝”应用软件，服务于熟人之间借贷的互联网金融平台，实行借款人实名、出借人匿名的单向匿名借贷方式，解决了熟人线下借贷时双方实名产生的诸多问题。“意见”有利于互联网金融行业的健康发展，对于有强大股东背景和优秀团队的“借贷宝”来说，竞争环境有望优化。中化岩土也有望通过此在互联网金融行业培育其新兴业务，以实现公司持续健康发展。
- ❖ **稳健布局新兴产业，打造多元化产业平台。**公司以机场场道业务带动涉足通用航空业务(目前已在浙江安吉、江苏高邮筹建2个机场)；籍区位优势向影视传媒领域延伸，打造独具特色的“九州”世界观主题产业；通过出资1,300万美元认购Chelsio 11%优先股方式涉足芯片领域；与国内顶级私募机构同创九鼎合作涉足保险、互联网金融领域。通过以上举措公司正在逐步打造一个多元化产业平台，其涉足方式可见其稳健特征。
- ❖ **对公司独特商业模式的理解。**公司战略是以地基与基础工程为主业，工程服务产业与新兴产业多元化发展，市场对其有一定分歧，我们对此较为乐观：1) 国内唯一地基处理工程上市公司，行业集中度低，依托资本优势外延扩张有望支撑业绩高速增长，该模式至少在3年内可持续；2) 地基处理行业长期趋势有下滑风险，公司必须培育新兴产业来维系其成长，当前布局的4个方向，方式较为稳健，假设这些项目有50%成功率，也能为公司打开巨大成长空间。
- ❖ **风险因素：**业务多元化带来的并购协同问题和管理问题、系统性风险。
- ❖ **维持“买入”评级。**我们维持预测公司2015-2017年EPS为0.24/0.33/0.45元。市场对较高的PE估值有一定顾虑，但我们认为：1) 公司是业内少有的高成长标的，3年净利润增长3.6倍；2) 强大的执行力，新兴业务布局稳健且超预期，并为未来持续成长奠定坚实基础；3) A股唯一九州文化标的和通用机场标的，未来商业模式有极大的拓展空间，且具有稀缺性，因此维持公司“买入”评级。

公司盈利预测及估值

项目/年度	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入(百万元)	505	1204	1859	2155	2448
增长率 YoY %	11.9	138.5	54.4	15.9	13.6
净利润(百万元)	71	130	244	342	465
增长率 YoY%	10.8	84.3	87.4	40.2	35.8
每股收益(元)	0.07	0.13	0.24	0.33	0.45
毛利率%	26.1	27.4	26.2	26.6	26.9
净资产收益率%	8.3	7.8	13.2	16.2	18.9
市盈率 PE	197	107	56	40	29
市净率 PB	3.2	4.2	7.3	6.5	5.5
EV/EBITDA	164	68	35	28	23

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为2015年7月17日收盘价


买入 (维持)

当前价: 13.39 元

中信证券研究部

杜市伟

电话: 0755-23835426

邮件: dushiwei@citics.com

执业证书编号: S1010515070001

相对指数表现



资料来源: 中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深300指数	4151.5 点
总股本/流通股本	1038 / 339.4 百万股
近12个月最高/最低价	39.1元 / 8.51元
近1月绝对涨幅	-23.05%
近6月绝对涨幅	123.59%
今年以来绝对涨幅	116.56%
12个月日均成交额	168.39 百万元

利润表

(百万元) 资产负债表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	505	1,204	1,859	2,155	2,448
营业成本	373	874	1,371	1,582	1,790
毛利率	26.10%	27.38%	26.24%	26.58%	26.86%
营业税金及附加	15	35	50	57	64
营业费用	2	7	20	22	24
营业费用率	0.41%	0.59%	1.10%	1.00%	1.00%
管理费用	35	89	37	43	47
管理费用率	6.91%	7.36%	2.00%	2.00%	1.90%
财务费用	-7	15	42	41	12
财务费用率	-1.47%	1.23%	2.23%	1.90%	0.51%
投资收益	4	4	5	5	6
营业利润	82	148	284	398	541
营业利润率	16.31%	12.25%	15.26%	18.46%	22.09%
营业外收入	1	3	1	1	1
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	82	150	284	398	541
所得税	12	20	40	56	76
所得税率	14.00%	13.42%	14.00%	14.00%	14.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	71	130	244	342	465
净利率	14.01%	10.82%	13.13%	15.88%	18.99%
每股收益(元)(摊薄)	0.07	0.13	0.24	0.33	0.45

现金流量表

(百万元)

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
净利润	71	130	244	342	465
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	23	70	117	126	135
营运资金变动	-78	-748	-534	171	65
其他	38	308	96	53	-18
经营现金流	53	-239	-77	692	647
资本支出	-90	-90	-122	-71	-71
投资收益	2	4	5	5	6
资产变卖	245	609	0	0	0
其他	-244	-644	0	0	0
投资现金流	-87	-121	-117	-66	-65
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	377	483	-455	-409
股息支出	0	-541	-61	-86	-116
其他	-14	324	-42	-41	-12
融资现金流	-14	160	381	-582	-538
现金净增加额	-48	-200	187	44	44

指标名称	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	271	92	279	323	367
存货	143	863	1,165	949	1,074
应收账款	260	952	1,367	1,537	1,508
其他流动资产	20	99	118	106	121
流动资产	693	2,006	2,928	2,916	3,071
固定资产	184	664	668	613	550
长期股权投资	4	5	5	5	5
无形资产	10	84	75	65	55
其他长期资产	123	270	285	300	316
非流动资产	322	1,024	1,034	984	926
资产总计	1,015	3,030	3,962	3,901	3,997
短期借款	0	427	910	455	46
应付账款	124	426	668	771	872
其他流动负债	43	475	498	532	586
流动负债	166	1,328	2,076	1,758	1,504
长期负债	0	6	6	6	6
其他长期负债	0	12	12	12	12
非流动性负债	0	18	18	18	18
负债合计	166	1,345	2,094	1,775	1,522
股本	200	519	1,038	1,038	1,038
资本公积	460	853	334	334	334
股东权益合计	849	1,670	1,853	2,110	2,459
少数股东权益	0	15	15	15	16
负债股东权益总计	1,015	3,030	3,962	3,901	3,997

主要财务指标

主要财务指标	2013	2014	2015F	2016F	2017F
增长率 (%)					
营业收入	11.9	138.5	54.4	15.9	13.6
营业利润	11.3	79.2	92.2	40.3	35.9
净利润	10.8	84.3	87.4	40.2	35.8
利润率 (%)					
毛利率	26.1	27.4	26.2	26.6	26.9
EBIT Margin	15.8	16.5	20.4	20.9	21.4
EBITDA Margin	20.3	22.4	26.7	26.8	26.9
净利率	14.0	10.8	13.1	15.9	19.0
回报率 (%)					
净资产收益率	8.3	10.3	13.9	17.3	20.3
总资产收益率	7.0	6.5	7.0	8.7	11.8
其他 (%)					
资产负债率	16.4	44.4	52.8	45.5	38.1
所得税率	14.0	13.4	14.0	14.0	14.0
股利支付率	36.7	46.8	25.0	25.0	25.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。