

科华恒盛 (002335.SZ)

公司分析

IDC 运营完成战略布局，净利润高速增长可期

投资要点

◆ **IDC 运营完成北上广战略布局**：根据赛迪顾问发布的相关报告数据显示，中国 IDC 运营服务的市场主要集中北京、上海和广州三个城市。因此，公司的基础资源布局决定了公司在 IDC 运营市场具有天然的先发优势。根据 IDC 圈统计数据显示，2014 年中国 IDC 市场规模达到 372.2 亿元人民币，同比增速达到 41.8%。预计今后三年仍将高速增长，增速将达到 30% 以上。到 2017 年，市场规模将达到 900 亿元以上，增量规模约 527.8 亿元，在这样一个巨大的增量市场中，我们相信公司一定能够大有所为。

◆ **数据中心运营业务助力公司净利润弹性增长**：根据公司公布的订单和 IDC 机架资源情况，我们重新调整了对公司 IDC 业务收入的估算。预计 2016 年 IDC 运营业务将给公司带来约 2.8 亿元的收入。对比同行业的净利润情况，预计净利润约 5600 万元，约为经审计的 2015 年归母净利润的 30%。

◆ **光伏电站运营为公司提供稳定的现金流**：公司将大力发展光伏电站业务作为公司重要战略方向。随着定增预案的实施，公司建设、运营光伏电站的规模将达到约 160MW，将初步完成公司在光伏电站业务板块的战略布局。一方面将在未来给公司带来稳定的现金流，有助于提高公司的盈利水平，实现股东利益最大化；另一方面，将会在一定程度上提高公司光伏产品的销量，有助于增强公司的盈利能力。因此，投资建设光伏电站既促进了现有主营业务发展，又为公司创造新的利润增长点，有助于公司实现未来发展战略目标。

◆ **投资建议**：我们预计 2016 年-2018 年公司业务收入分别为 214870、267831 和 333492 万元；EPS 分别为 0.81、1.27 和 1.50 元。给予买入-A 评级，6 个月目标价 60 元。

◆ **风险提示**：1、公司新能源产品以及智慧能源产品销售不及预期；2、数据中心基础资源以及光伏电站未能按时投产，导致收入不及预期；3、宏观经济发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,485.7	1,669.7	2,176.4	2,712.8	3,377.9
同比增长(%)	46.6%	12.4%	30.3%	24.6%	24.5%
营业利润(百万元)	133.9	159.4	203.9	332.3	398.1
同比增长(%)	8.7%	19.1%	27.9%	63.0%	19.8%
净利润(百万元)	127.0	145.9	181.0	284.4	337.4
同比增长(%)	11.4%	14.9%	24.0%	57.1%	18.6%
每股收益(元)	0.57	0.65	0.81	1.27	1.50
PE	70.3	61.2	49.3	31.4	26.4
PB	7.9	6.9	6.0	5.0	4.2

数据来源：Wind，华金证券研究所

通信 | 动力设备 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

60 元

股价(2016-04-29)

39.73 元

交易数据

总市值(百万元)

8,923.67

流通市值(百万元)

7,301.33

总股本(百万股)

224.61

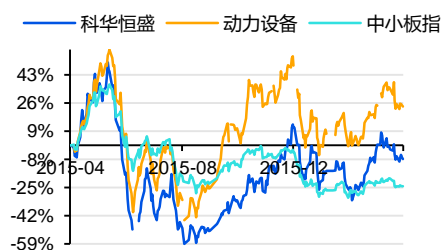
流通股本(百万股)

183.77

12 个月价格区间

17.56/65.05 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-0.62	12.41	11.02
绝对收益	-4.38	17.89	-13.77

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsc.cn

021-20655640

报告联系人

朱琨

zhukun@huajinsc.cn

021-20655647

相关报告

科华恒盛：小荷已露尖尖角，2016 年第 1 季度净利润增长超 100% 2016-02-29

科华恒盛：雄关漫道真如铁，而今迈步从头越 2016-01-04

科华恒盛：净利润增速转正，公司迎来业务发展拐点 2015-10-29

科华恒盛：模块化数据中心助力武软学院信息化建设 2015-09-23

科华恒盛：科华恒盛为低碳冬奥添彩，智慧能源云平台助力国家可再生能源示范区建设 2015-08-03

内容目录

一、国产 UPS 领军品牌，高端电源业务稳定增长	3
(一) 顺应行业发展趋势，专注高端 UPS 制造	3
(二) 产品应用行业范围不断扩大，主营业务稳定增长可期	4
二、IDC 运营完成战略性布局，为公司净利润增长打造新引擎	5
(一) 完成北上广三地资源战略性布局，强势进入 IDC 运营市场	5
(二) 在手订单充足，业务收入增长可期	5
(三) IDC 运营业务将大力提升公司的净利润水平	6
三、布局新能源业务，为公司收入增长打造倍增器	6
(一) 光伏电站业务	6
(二) 充电桩业务	7
四、业务收入结构多元化，净利润高速增长可期	7
(一) 高端电源和配套产品	7
(二) 新能源产品	8
(三) 智慧能源产品	9
(四) 数据中心产品	9
(五) 盈利预测以及目标价预测	10
五、风险提示	10

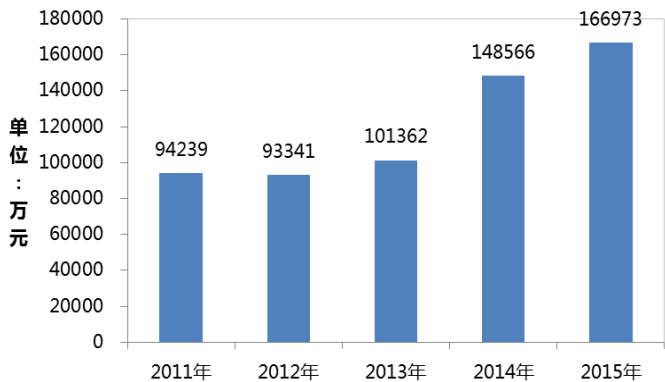
图表目录

图 1：科华恒盛 2011 年-2015 年营业收入情况	3
图 2：科华恒盛 2011 年-2015 年净利润情况	3
图 3：2014 年国内 UPS 市场份额情况（按功率划分）	3
图 4：公司 2010 年-2013 年大功率 UPS 市场占有率情况	3
图 5：科华恒盛业务收入预测（2016 年-2018 年）	7
图 6：科华恒盛 EPS 预测（2016 年-2018 年）	7
图 7：公司高端电源和配套产品业务收入预测（2016 年-2018 年）	8
图 8：公司新能源产品业务收入预测（2016 年-2018 年）	8
图 9：公司智慧能源产品业务收入预测（2016 年-2018 年）	9
图 10：公司数据中心产品业务收入预测（2016 年-2018 年）	9
表 1：北京、上海和广州主要数据中心基础资源情况	5

一、国产 UPS 领军品牌，高端电源业务稳定增长

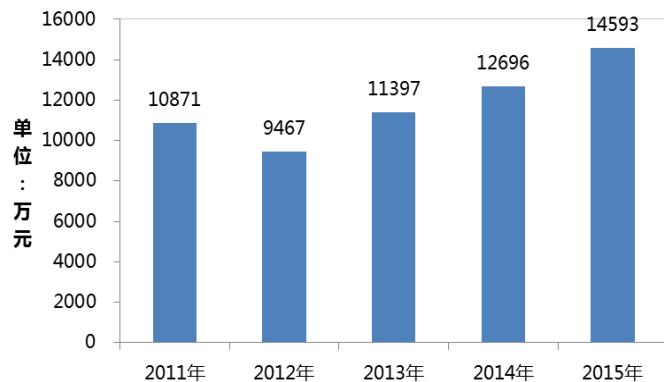
2015 年，公司着力推动以核心电力电子融合互联网技术为基础的高端电源、新能源、数据中心三大业务，同时深耕细分市场领域，在国防、核电、轨道领域取得突破性进展。实现营业收入 166972.81 万元，同比增长 12.39%；归属于上市公司股东的净利润 14592.97 万元，同比增长 14.94%。

图 1：科华恒盛 2011 年-2015 年营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：科华恒盛 2011 年-2015 年净利润情况

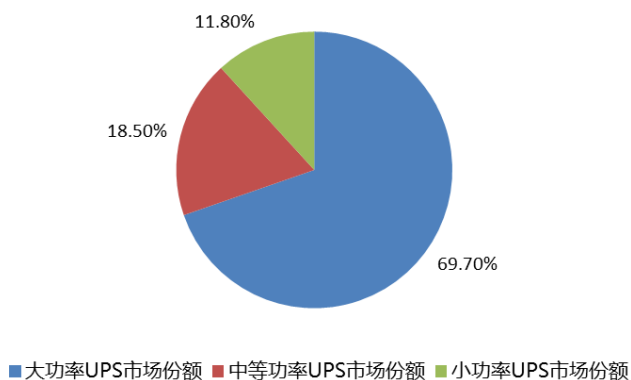


资料来源：Wind，华金证券研究所

(一) 顺应行业发展趋势，专注高端 UPS 制造

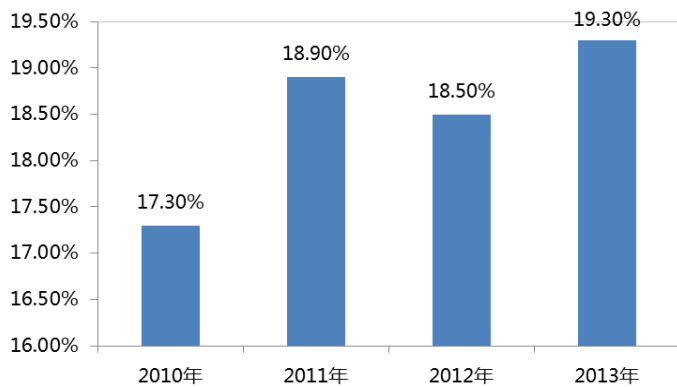
UPS 电源系统按其应用的功率可分为大、中、小三个分类。小功率 UPS 电源系统定义为：功率小于 3kVA 的 UPS 电源产品；中等功率 UPS 电源系统定义为：大于等于 3kVA 同时小于 10kVA 的 UPS 电源产品；大功率 UPS 电源系统定义为：大于或等于 10kVA 的 UPS 电源产品。

图 3：2014 年国内 UPS 市场份额情况（按功率划分）



资料来源：CCID，华金证券研究所

图 4：公司 2010 年-2013 年大功率 UPS 市场占有率情况



资料来源：CCID，华金证券研究所

根据 CCID 发布的《2014 年中国 UPS 市场研究报告》相关数据显示，大功率 UPS 市场份额占比达到了 69.7%。主要原因是：数据中心的规模正由中小型向着规模化和集中化的大型或超大型演进，采用大功率 UPS 有助于提升数据中心的 PUE 值，从而达到降低数据中心的电费和节省运营费用的目的。

大功率 UPS 产品主要运用在电信、工业、金融、政府等行业的大型数据中心和高端市场。云数据中心、灾备中心等大型机房基础设施在全国范围内的新建势头仍将继续，从下一代数据中心的发展趋势来看，在资源共享需求和绿色节能的驱动下，各个中小型数据中心将逐渐被规模化、集约化的大型数据中心所取代，许多大型互联网公司的数据中心也在持续建设之中，这将直接影响市场对大功率 UPS 的需求。

因此，公司一直在高端 UPS 领域持续发力。2014 年，公司高端 UPS 解决方案成功中标南京青奥会、中国工程物理研究院、中国科学院等，继续成为各大银行和商业银行 UPS 入围供应商，包括中国银行、建设银行、农业银行、工商银行、中国人寿、平安银行等重要行业客户；轨道交通解决方案在北京、上海、广州等 20 多个城市取得广泛应用；在厦门、山西等机场也获得成功应用；中石油、中石化、中海油、中化等行业应用成为工业市场的新亮点；中国移动、中国电信、中国联通等高端 UPS 集采项目连连中标；与此同时，公司通过国军标体系认证，入选军队物资采购名录。

在中国 2013 年高端大功率 UPS 市场竞争格局中，公司以 19.3% 的市场占有率，逼近国际品牌市场份额，仅次于艾默生、APC-MGE，位居第三位，在本土品牌中遥遥领先，稳居首位，并以绝对优势继续领跑中国电源行业。

（二）产品应用行业范围不断扩大，主营业务稳定增长可期

面对日益激烈的同质化竞争，公司凭借领先的技术优势，精耕金融、交通、通信等细分市场，并成功开辟了国防、核电业务的崭新蓝海，打开了高端电源领域更大的市场空间。

国防领域：公司具备了从事资质证书所列武器装备科研生产活动的能力和资格，顺利开拓国防军工市场。截止目前，公司自主创新的电源产品及解决方案已成功应用于解放军、武警、后勤等的项目建设，持续为我国国防事业建设提供高可靠的绿色电能保障。

核电领域：公司成功挺进核电领域，自主研发的核电厂 1E 级 K3 类 UPS 设备通过专家评审，达到国际同类产品先进水平，填补国内核电 UPS 技术空白，成为我国首家掌握自主知识产权的核级 UPS 企业。

轨道交通领域：公司在轨道交通行业取得良好成绩，市场占有率超过 20%，成功中标多条线路。公司交通系统高可靠电源解决方案广泛应用于高速公路、隧道、地铁、轻轨、铁路、民用机场等对安全性、稳定性和对环境适应性高的用电环境，为北京、天津、黑龙江、甘肃、宁夏、河南、广西、广东、贵州、湖南、福建等众多大型交通工程项目提供高可靠绿色电源保障。公司还在港口节能系统取得重大突破，成功中标深圳大铲湾项目，进一步扩大高端市场品牌效应，提升其在港口节能系统的影响力，未来将对公司业务拓展产生积极影响。

金融与通信领域：当前，国外设备、软件的“后门”和漏洞造成的失泄密事件已严重威胁我国信息安全，乃至国家安全。国产化替代逐步在金融、通信等核心领域快速推进。在金融领域，公司已从电源设备延伸到整体解决方案；同时，公司自主开发的“慧”系列数据中心产品与解决方案已经广泛应用于中国四大国有银行、城市商业银行等金融机构。在通信领域，公司深入研究和高

度匹配客户需求，提供按需定制的行业级整体解决方案，凭借品牌优势、良好口碑和优异性能长期为三大运营商提供产品及解决方案。

根据 CCID 统计数据显示，2014 年中国 UPS 整体市场销售额为 47.6 亿元人民币，与 2013 年相比同比增长 5.8%。随着信息产业在国民经济中的地位越来越重要，我国将进一步加大在各行业特别是信息、通信、电力、金融、政府、制造业、交通运输、医疗卫生、公共安全等领域的信息化建设投资，下游领域信息化建设步伐的加快，必然带动市场对 UPS 的需求。根据中自集团研究发布的相关数据显示，预计到 2016 年将达到 55.19 亿元，增速 13%。

二、IDC 运营完成战略性布局，为公司净利润增长打造新引擎

2014 年 9 月 25 日，公司通过决议与上海臣翊网络科技有限公司共同出资设立“北京科华众生云计算科技有限公司”，以自有资金出资人民币 2550 万元人民币，占注册资本 51%。2015 年，公司通过对科华众生进行增资扩股，取得北京科众和上海臣翊（众生网络）67%的股权。

通过将公司技术及资本优势与孙家凤及上海臣翊的渠道、技术和人才优势相结合，可以加快公司在数据中心运营市场的发展速度，从而进一步增强公司在数据中心领域的整体实力和市场竞争优势。

（一）完成北上广三地资源战略性布局，强势进入 IDC 运营市场

根据赛迪顾问发布的相关报告数据显示，中国 IDC 运营服务的市场主要集中北京、上海和广州三个城市。因此，公司的基础资源布局决定了公司在 IDC 运营市场具有天然的先发优势。

表 1：北京、上海和广州主要数据中心基础资源情况

城市	数据中心名称	数据中心机架资源
北京	北京亦庄数据中心	3000+
上海	上海云立方数据中心	4100
	上海三门数据中心	500
广州	广州科云数据中心	6000

资料来源：众生网络公司网站，公司公告华金证券研究所

（二）在手订单充足，业务收入增长可期

公司在 2015 年中签订了 3 个数据中心租用服务协议，协议的履行期限均为 2015 年 7 月 20 日至 2018 年 12 月 31 日。总金额约 7.16 亿元。

北京迅安联创网络科技有限公司：预计约 1.66 亿元（每月按照占用的机架资源及协议的相关约定向北京科众按实支付费用）。

北京网聚无限通信技术有限公司：预计约 2.5 亿元（每月按照占用的机架资源及协议的相关约定向北京科众按实支付费用）。

北京天地祥云科技有限公司：预计约 3 亿元（每月按照占用的机架资源及本协议的相关约定向北京科众按实支付费用）。

2016 年 4 月公司发布公告称：近日，公司收到科云辰航通知，科云辰航收到中国电信股份有限公司广东分公司（简称“广东电信”）《关于广州科云数据中心项目合作的确认函》，同意就广东科云数据中心项目开展为期 10 年的业务合作，其中，要求科云辰航最迟不晚于 2016 年 9 月 30 日交付 2000 个机柜给深圳市腾讯计算机系统有限公司（简称“深圳腾讯”）。具体合作内容另行签订协议。

（三）IDC 运营业务将大力提升公司的净利润水平

根据公司公布的订单和 IDC 机架资源情况，我们重新调整了对公司 IDC 业务收入的估算。预计 2016 年 IDC 运营业务将给公司带来约 2.8 亿元的收入。对比同行业的净利润情况，预计净利润约 5600 万元，约为经审计的 2015 年归母净利润的 30%。

三、布局新能源业务，为公司收入增长打造倍增器

（一）光伏电站业务

2015 年是“十二五”收官之年，推进能源生产和消费变革仍是能源领域的总基调。光伏作为新能源的重要组成部分，国家支持力度逐步加大，国家能源局、中央国务院等相继出台了《关于下达 2015 年光伏发电建设实施方案的通知》、《关于征求发挥市场作用促进光伏技术进步和产业升级意见的函》、《关于促进先进光伏技术产品应用和产业升级的意见》等政策文件，进一步鼓励和引导太阳能光伏产业的健康快速发展。2015 年，中国累计光伏装机量共 43.18GW，位列全球第一，其中 37.12GW 为集中式光伏电站，6.06GW 为分布式光伏系统。据预测，2016 我国新增光伏装机容量将可望达到 20GW，至 2020 年我国光伏装机总容量达 100GW。随着光伏发电成本下降，国内外光伏市场需求旺盛，光伏电站投资热情高涨。

因此，公司陆续推出了家用小功率储能并网逆变器系列产品、工业和电站应用的大容量 MW 级储能系列产品、中功率组串式光伏并网逆变器系列产品、基于多电平技术高效率的大功率光伏逆变器系列产品；同时，对能源路由器技术、微网技术的全面研究，进一步提高了公司在光伏发电、储能、能源互联网领域的市场竞争力。

公司将大力发展光伏电站业务作为公司重要战略方向。随着募集资金投资项目的实施，公司建设、运营光伏电站的规模将达到 160MW，将初步完成公司在光伏电站业务板块的战略布局。这对提升公司的盈利能力、综合竞争力，具有重要意义。

一方面将在未来给公司带来稳定的现金流，有助于提高公司的盈利水平，实现股东利益最大化；另一方面，将会在一定程度上提高公司光伏产品的销量，有助于增强公司的盈利能力。因此，投资建设光伏电站既促进了现有主营业务发展，又为公司创造新的利润增长点，有助于公司实现未来发展战略目标。

(二) 充电桩业务

在新能源电动汽车方面,国家相继出台了《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020年)》、《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》、《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》等政策,大力推广新能源电动汽车及相关的基础设施建设,新能源电动汽车市场仍将迎来增长期。至2020年,新能源汽车保有量500万辆,充电桩市场规模累计将突破1000亿元。

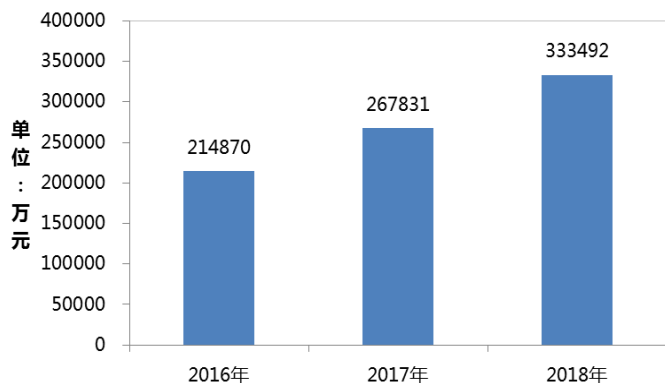
因此,公司推出了交流充电桩、直流充电桩、一体式充电桩、壁挂式充电桩、智能组网与监控系统等一系列产品和解决方案,可广泛应用于城市站级充电站、高速公路电动汽车充电站、酒店及停车场电动汽车充电站、家庭电动汽车充电桩等,为公司在电动汽车能源与管理业务拓展奠定了产业化基础。

四、业务收入结构多元化,净利润高速增长可期

未来五年,公司确定了生态型能源互联网的“一体两翼”发展规划,即以UPS、定制电源、电力自动化系统为主的能源基础业务(简称能基业务)为主体(一体),拓展数据中心、数据安全、云资源服务为核心的云基础服务(简称云基业务)以及风光、储能、新能源汽车为主的新能源“两翼”业务,形成公司内部业务板块之间的有机生态。

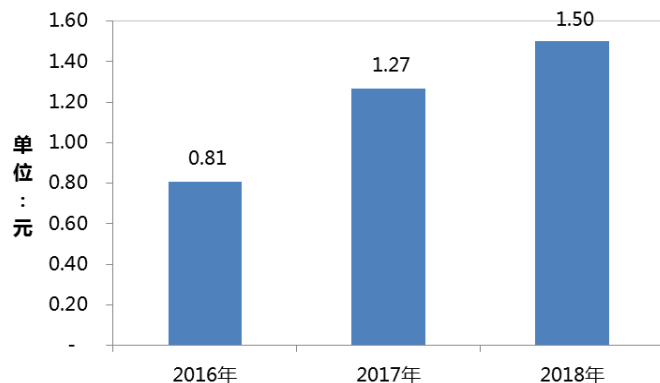
我们预计2016年-2018年公司业务收入分别为214870、267831和333492万元;EPS分别为0.81、1.27和1.50元。给予买入-A评级,6个月目标价60元。

图5:科华恒盛业务收入预测(2016年-2018年)



资料来源:Wind, 华金证券研究所

图6:科华恒盛EPS预测(2016年-2018年)



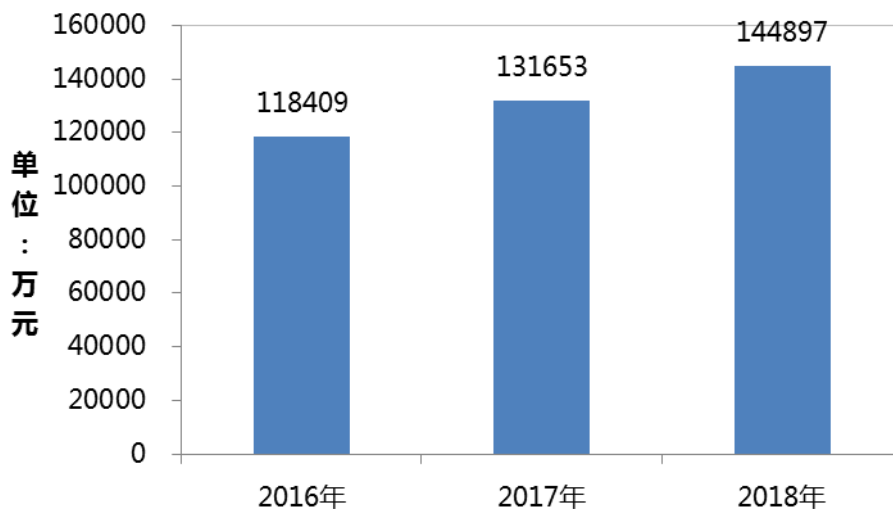
资料来源:Wind, 华金证券研究所

(一) 高端电源和配套产品

据CCID统计数据显示,2014年中国UPS整体市场销售额为47.6亿元人民币,与2013年相比同比增长5.8%。随着信息产业在国民经济中的地位越来越重要,我国将进一步加大在各行业特别是信息、通信、电力、金融、政府、制造业、交通运输、医疗卫生、公共安全等领域的

信息化建设投资，下游领域信息化建设步伐的加快，必然带动市场对 UPS 的需求。因此，我们认为公司的高端电源和配套产品业务收入也会增长，预计到 2018 年将达到 144897 万元。

图 7：公司高端电源和配套产品业务收入预测（2016 年-2018 年）



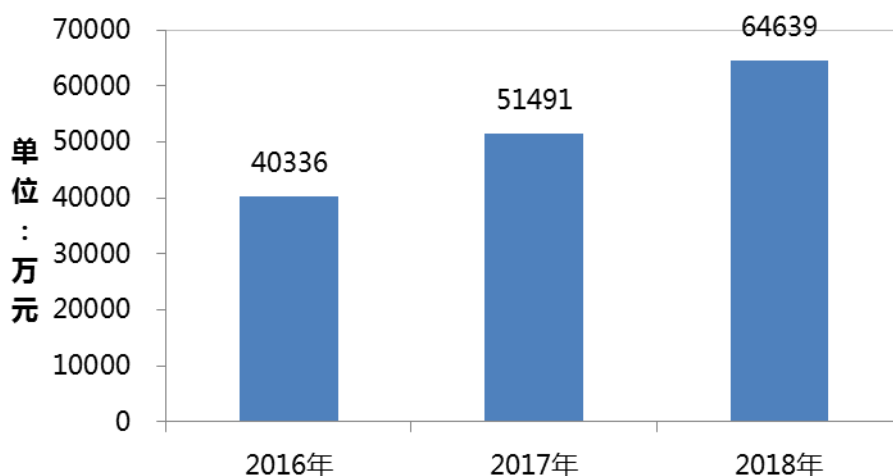
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）新能源产品

新能源已经进入政策利好、产业健康的发展阶段。全国光伏产业整体呈现稳中向好和有序发展局面，行业前景整体良好，光伏发电作为国家能源战略的重要组成部分，获得前所未有的重视和支持，国家发改委、能源局、工信部等部委，及各地方政府相继出台等各项补贴政策和鼓励措施。

我们认为公司的新能源产品，特别是光伏发电设备的收入将稳定增长，预计到 2018 年将达到 64639 万元。

图 8：公司新能源产品业务收入预测（2016 年-2018 年）

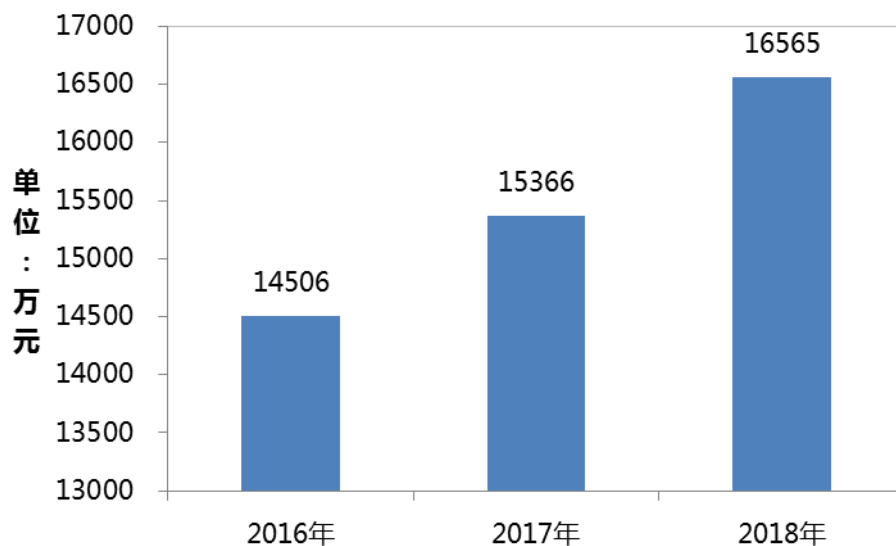


资料来源：Wind，华金证券研究所

(三) 智慧能源产品

随着公司多项智慧能源协议的签订,该项业务收入也将随之增长。2018 年达到 16565 万元。

图 9：公司智慧能源产品业务收入预测（2016 年-2018 年）

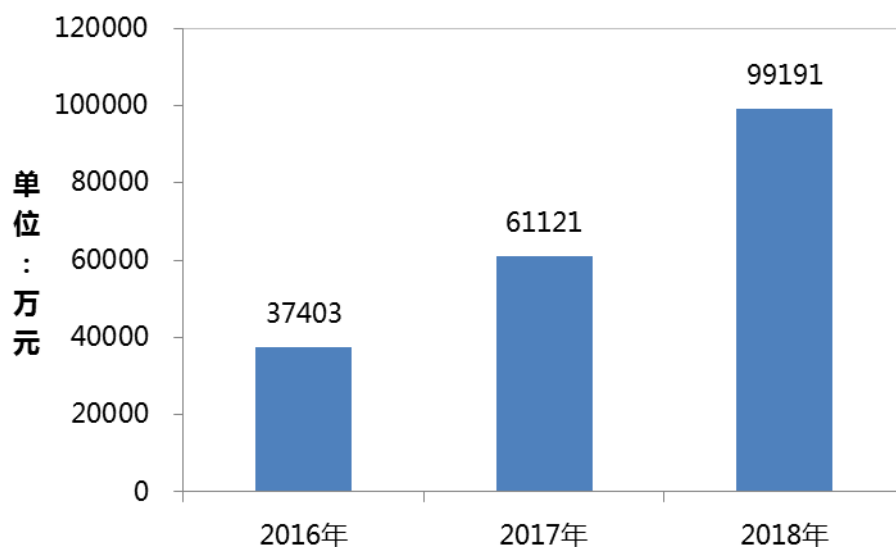


资料来源：Wind，华金证券研究所

(四) 数据中心产品

随着公司在北上广等 3 个重要城市数据中心基础资源布局的完成,以及北京迅安联创网络科技有限公司等 3 个订单的开始履约,我们认为公司的数据中心产品业务收入将会迎来快速增长,预计到 2018 年将达到 99191 万元。

图 10：公司数据中心产品业务收入预测（2016 年-2018 年）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）盈利预测以及目标价预测

我们预计 2016 年-2018 年公司业务收入分别为 214870 、 267831 和 333492 万元；EPS 分别为 0.81、 1.27 和 1.50 元。给予买入-A 评级，6 个月目标价 60 元。

五、风险提示

- 1、公司新能源产品以及智慧能源产品销售不及预期；
- 2、数据中心基础资源以及光伏电站未能按时投产，导致收入不及预期；
- 3、宏观经济发展不及预期。

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
营业收入	1,485.7	1,669.7	2,176.4	2,712.8	3,377.9	年增长率					
减:营业成本	1,007.3	1,092.4	1,450.9	1,742.0	2,229.8	营业收入增长率	46.6%	12.4%	30.3%	24.6%	24.5%
营业税费	8.8	13.1	15.9	19.5	24.0	营业利润增长率	8.7%	19.1%	27.9%	63.0%	19.8%
销售费用	180.7	206.9	232.7	259.3	282.1	净利润增长率	11.4%	14.9%	24.0%	57.1%	18.6%
管理费用	140.7	170.4	205.2	240.6	293.2	EBITDA 增长率	19.0%	29.5%	69.3%	77.4%	23.7%
财务费用	2.6	14.6	53.2	103.4	134.2	EBIT 增长率	13.5%	27.5%	47.8%	69.5%	22.2%
资产减值损失	13.4	9.1	9.6	10.7	12.0	NOPLAT 增长率	20.8%	25.5%	47.4%	69.5%	22.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	48.1%	55.2%	50.8%	45.1%	7.2%
投资和汇兑收益	1.7	-3.8	-5.0	-5.0	-4.6	净资产增长率	18.2%	23.8%	13.9%	17.6%	17.8%
营业利润	133.9	159.4	203.9	332.3	398.1	盈利能力					
加:营业外净收支	21.1	21.3	21.0	21.0	21.0	毛利率	32.2%	34.6%	33.3%	35.8%	34.0%
利润总额	155.0	180.7	224.9	353.3	419.1	营业利润率	9.0%	9.5%	9.4%	12.2%	11.8%
减:所得税	17.7	23.1	29.2	45.9	54.5	净利润率	8.5%	8.7%	8.3%	10.5%	10.0%
净利润	127.0	145.9	181.0	284.4	337.4	EBITDA/营业收入	12.1%	13.9%	18.0%	25.7%	25.5%
						EBIT/营业收入	9.2%	10.4%	11.8%	16.1%	15.8%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	41.6%	52.0%	59.5%	65.3%	63.6%
货币资金	352.8	450.1	587.6	732.5	912.0	负债权益比	71.1%	108.2%	146.8%	188.0%	174.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.78	1.31	1.09	1.03	1.04
应收帐款	754.8	826.1	902.9	996.1	1,105.7	速动比率	1.51	1.10	0.91	0.85	0.86
应收票据	23.5	52.6	72.0	93.8	114.5	利息保障倍数	52.78	11.95	4.83	4.21	3.97
预付帐款	13.9	17.1	28.5	41.7	58.9	营运能力					
存货	219.7	272.0	324.5	411.0	468.5	固定资产周转天数	61	87	148	241	273
其他流动资产	70.9	79.0	82.0	88.0	96.0	流动营业资本周转天数	85	73	42	27	14
可供出售金融资产	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	流动资产周转天数	304	338	306	289	273
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	140	170	143	126	112
长期股权投资	13.6	8.3	8.3	8.3	8.3	存货周转天数	45	53	49	49	47
投资性房地产	16.8	22.9	22.9	22.9	22.9	总资产周转天数	443	571	604	652	648
固定资产	290.3	516.5	1,276.1	2,351.7	2,762.6	投资资本周转天数	198	269	315	372	366
在建工程	73.3	405.3	211.6	321.5	186.4	费用率					
无形资产	151.8	263.5	238.7	214.0	189.3	销售费用率	12.2%	12.4%	10.7%	9.6%	8.4%
其他非流动资产	125.3	265.6	348.6	425.0	509.5	管理费用率	9.5%	10.2%	9.4%	8.9%	8.7%
资产总额	2,114.3	3,186.5	4,111.3	5,714.0	6,442.2	财务费用率	0.2%	0.9%	2.4%	3.8%	4.0%
短期债务	167.0	280.8	678.0	792.9	923.9	三费/营业收入	21.8%	23.5%	22.6%	22.2%	21.0%
应付帐款	370.7	405.1	433.5	563.9	637.8	投资回报率					
应付票据	156.7	456.9	534.6	704.1	794.7	ROE	11.2%	11.4%	12.2%	16.1%	16.0%
其他流动负债	112.0	156.7	190.8	233.3	299.0	ROA	6.5%	4.9%	4.8%	5.4%	5.7%
长期借款	7.8	323.8	697.9	1,540.9	1,546.3	ROIC	18.3%	15.5%	14.7%	16.6%	14.0%
其他非流动负债	64.4	33.1	23.0	18.0	15.0	分红指标					
负债总额	878.5	1,656.3	2,557.8	3,853.2	4,216.8	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
少数股东权益	104.8	244.5	259.2	282.2	309.4	分红比率	17.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	224.2	224.5	224.5	224.5	224.5	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	933.2	1,077.8	1,258.8	1,543.2	1,880.5						
股东权益	1,235.8	1,530.1	1,742.5	2,049.8	2,414.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	137.3	157.6	181.0	284.4	337.4	EPS(元)	0.57	0.65	0.81	1.27	1.50
加:折旧和摊销	43.4	59.9	135.6	261.0	329.4	BVPS(元)	5.04	5.72	6.61	7.87	9.38
资产减值准备	13.4	9.1	-	-	-	PE(X)	70.3	61.2	49.3	31.4	26.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.9	6.9	6.0	5.0	4.2
财务费用	4.9	19.3	53.2	103.4	134.2	P/FCF	-594.5	202.5	23.2	44.6	37.6
投资损失	-1.7	3.8	5.0	5.0	4.6	P/S	6.0	5.3	4.1	3.3	2.6
少数股东损益	10.3	11.7	14.7	23.0	27.2	EV/EBITDA	25.9	47.4	24.8	15.0	12.0
营运资金的变动	-66.4	-118.8	-135.1	50.1	-74.0	CAGR(%)	30.8%	32.2%	19.7%	30.8%	32.2%
经营活动产生现金流量	52.7	199.5	254.4	726.8	758.8	PEG	2.3	1.9	2.5	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-149.2	-610.9	-865.0	-1,425.0	-584.6	ROIC/WACC	1.9	1.6	1.5	1.7	1.4
融资活动产生现金流量	152.4	414.2	748.1	843.1	5.4						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

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

谭志勇声明，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

华金证券有限责任公司（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：

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn