

## 恒通股份 (603223.SH) 物流行业

评级：增持 维持评级

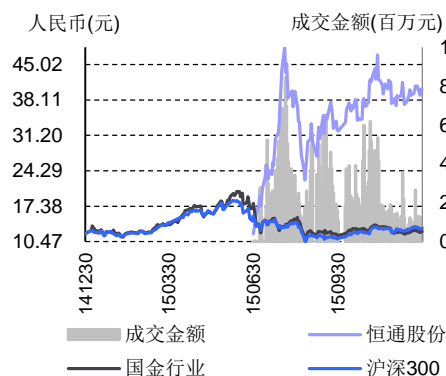
公司研究

市场价格 (人民币): 40.18 元  
目标价格 (人民币): 46.00-50.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	30.00
总市值(百万元)	4,821.60
年内股价最高最低(元)	48.38/11.97
沪深 300 指数	3765.18
上证指数	3572.88



## 相关报告

1. 《携手中石化打造 LNG 物流销售龙头-恒通股份公司研究简报》，2015.10.21

戴亚雄 联系人  
(8621)61038274  
daiyaxiong@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 携手中石化, LNG 贸易物流业务有望高增长

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.602	0.544	0.361	0.459	0.615
每股净资产(元)	3.39	3.65	4.11	4.72	5.54
每股经营性现金流(元)	0.86	1.16	1.16	1.25	1.79
市盈率(倍)	N/A	N/A	84.83	66.59	49.76
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-2.02%	-9.71%	-11.55%	27.40%	33.82%
净资产收益率(%)	17.74%	14.88%	11.71%	12.98%	14.80%
总股本(百万股)	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司是山东省内道路货运与 LNG 物流区域龙头: 主营物流业务, 配套重卡销售及维修、驾校培训等综合业务。发力 LNG 贸易物流是未来看点。
- 天然气价格下调, 经济性优势恢复将促进 LNG 消费量较快增长: 非居民用气价格自 11 月 20 号起每立方米下调 0.7 元。车船用 LNG 消费量占比从 2012 年的 11% 提升到 2014 年的 37%, 而 LNG 汽车经济性将恢复到 2013 年以来最佳水平, 有力拉动 LNG 消费。对比世界平均水平, 我国天然气市场发展空间广阔。中期天然气供应充足, LNG 价格低位利好消费。
- 携手中石化, LNG 业务吨毛利稳定, 具有保供与价格优势, 业绩增长看销量放量: 公司与中石化合资设立的华恒物流是 LNG 物流分销平台, 公司获取稳定的分销和运输利润。中石化的青岛 LNG 接收站是其国内第一座海外 LNG 接收站, 一期产能 300 万吨/年, 远期产能 1000 万吨/年, 还将建设天津 (原定 2016 年底投产)、北海等海外 LNG 接收站。预计 2017 年青岛接收站进口量将超过 200 万吨, 公司承销量将超过 60 万吨, 带动 LNG 业务三年复合增速 70%。2014 年恒福绿洲 LNG 用量位居全国第八位, 携手中石化, 依靠自有车队, 销售与物流运营一体化, 公司具有保供与价格的竞争优势。
- 大宗商品下跌空间有限, 道路货运业务处于底部, 具有弹性: 公司依靠烟台港和自有车队, 具备区位优势。货运主要品种是铝矾土、煤炭、铁矿石等大宗原材料。随着中国经济再平衡, 嘉能可减产带动供给收缩, 美元指数已反映预期上涨较大幅度, 预计大宗商品下跌空间有限。

## 投资建议

- 公司和中石化紧密合作, 强化 LNG 贸易物流区域龙头地位。LNG 消费还有很大空间, 看好公司发展自有车队, 和销售与物流运营一体化的优势。道路货运处于底部, 向上有弹性。

## 估值

- 预计公司 2015-2017 年的 EPS 为 0.36 元、0.46 元、0.62 元。估值偏高, 同时市值较小, 成长空间大。

## 风险

- 与中石化合作模式有变, LNG 销量不达预期, 宏观经济增速下滑超预期。

## 内容目录

道路货运+LNG 物流区域龙头.....	4
物流业务与配套业务相辅相成.....	4
业绩有所下滑，发力 LNG 贸易物流.....	4
LNG 物流空间广阔，供需宽松促进消费量增长.....	5
对比世界平均水平，我国天然气市场发展空间广阔.....	5
公司位于产业链中下游，市场化程度高，下游需求旺盛.....	6
非居民用气价格下调，LNG 消费量将恢复较快增长.....	7
中期天然气供应充足，价格低位将有力促进消费.....	8
携手中石化，依靠自有车队，销售与物流运营一体化，具有保供与价格优势.....	9
与中石化合作 LNG 业务吨毛利稳定，业绩增长看销量放量、.....	10
道路货运业务处于底部，具有弹性.....	11
依靠优良港口和自有车队，造就区位优势.....	11
散杂货占比大，主要货种与宏观环境关联度高.....	12
大宗商品中期表现或比预期乐观，下跌空间有限.....	13

## 图表目录

图表 1：主要业务.....	4
图表 2：营业收入增速大幅回升（百万元）.....	4
图表 3：净利润增速下滑（百万元）.....	4
图表 4：LNG 业务收入占比接近 80%.....	5
图表 5：毛利构成.....	5
图表 6：主要业务毛利率情况（%）.....	5
图表 7：天然气在能源消费结构中占比（2013）.....	6
图表 8：人均年消耗天然气（立方米，2013）.....	6
图表 9：天然气产业链示意图.....	6
图表 10：2012 年 LNG 下游消费结构.....	7
图表 11：车船用 LNG 占比增长超 2 倍（2014）.....	7
图表 12：我国天然气消费旺盛.....	7
图表 13：2015 年天然气消费量增速较低.....	7
图表 14：LNG 零售价下行，LNG 汽车经济性逐渐恢复.....	8
图表 15：中期天然气供给明显超过需求（亿立方米）.....	9
图表 16：2014 年货运业务中自有车辆成本构成.....	10
图表 17：2014 年 LNG 运输成本构成.....	10
图表 18：公司 LNG 批发与零售价格.....	11
图表 19：公司 LNG 业务毛利率.....	11
图表 20：公司疏港运量占比高.....	11
图表 21：烟台港货物吞吐量（万吨）.....	11

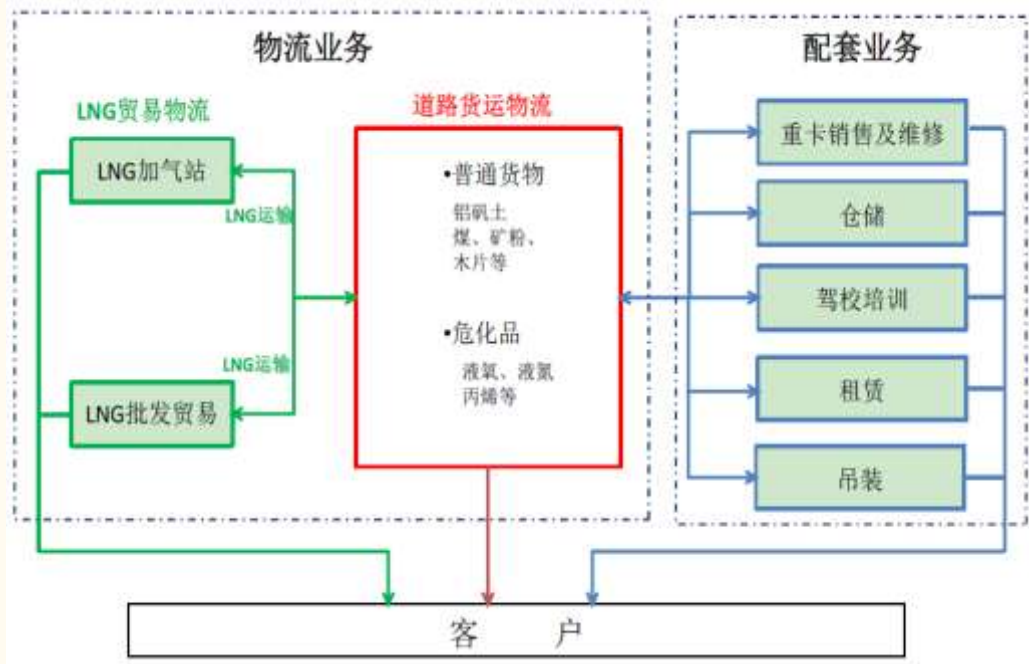
图表 22: 合作车辆减少 (辆) .....	12
图表 23: 自有车辆毛利率较高 .....	12
图表 24: 主要散杂货种收入 (万元) .....	12
图表 25: 主要散杂货种运价 (元/万吨公里) .....	12
图表 26: 全国铝土矿进口数量 (万吨) .....	13
图表 27: 山东省公路货运量增速下滑 (万吨) .....	13
图表 28: 分部盈利预测 .....	14

## 道路货运+LNG 物流区域龙头

### 物流业务与配套业务相辅相成

- 公司位于山东省烟台市，主营业务是物流业务，包括道路货运物流和 LNG 贸易物流。配套重卡销售及维修、驾校培训、仓储、吊装和汽车租赁等综合业务。
- LNG 贸易物流业务包括 LNG 运输、批发贸易、加气站零售经营等业务，初步形成了 LNG 的应用产业链。公司已建成 LNG 加气站 6 座，分别位于龙口、莱州和滨州等地。募投项目还将建设 3 个加气站，并新增 200 辆 LNG 汽车。

图表 1：主要业务

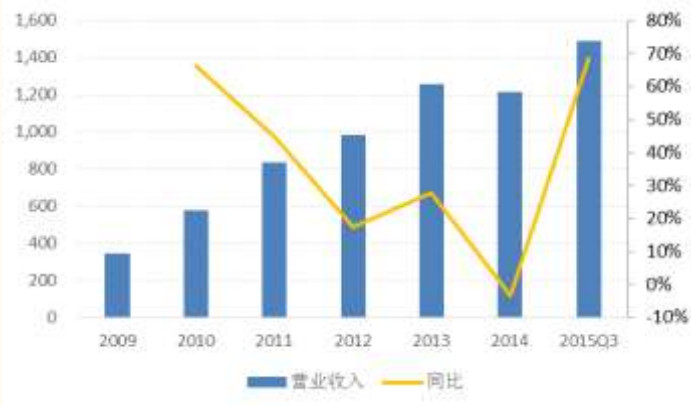


来源：公司公告，国金证券研究所

### 业绩有所下滑，发力 LNG 贸易物流

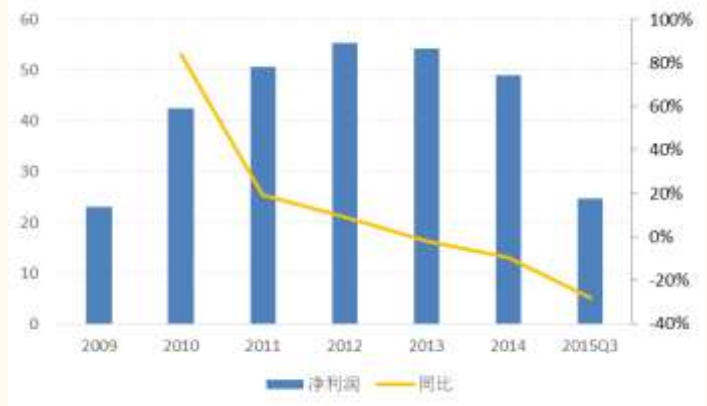
- 近几年公司营业收入增速放缓，主要是因为道路货运的收入大幅减少，净利润也受到影响。2015 年上半年营收大幅增长 71%，得益于 LNG 贸易物流业务增长 162%，而货物运输收入同比下滑 22%。

图表 2：营业收入增速大幅回升（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：净利润增速下滑（百万元）



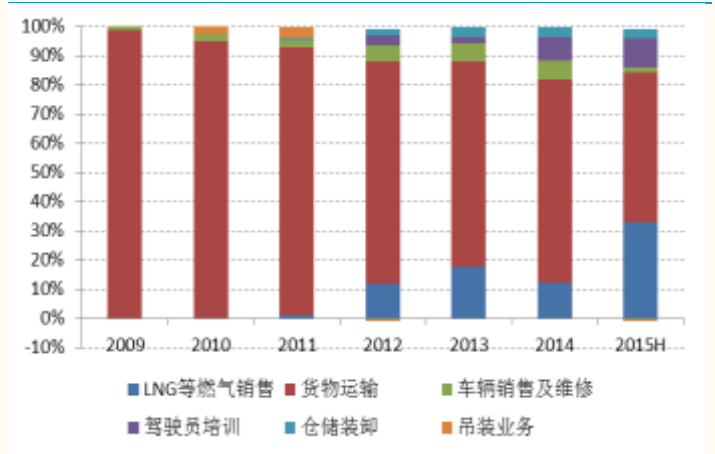
来源：wind，国金证券研究所

- 公司发力 LNG 贸易物流，收入和毛利占比不断扩大。2014 年其收入占比接近 60%，2015 年上半年其收入占比接近 78%，而毛利占比已接近 33%。毛利率偏低并有所下滑，2015 年上半年毛利率为 2.9%，拉低了公司整体毛利率水平。

图表 4: LNG 业务收入占比接近 80%



图表 5: 毛利构成



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 主要业务毛利率情况 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

## LNG 物流空间广阔，供需宽松促进消费量增长

### 对比世界平均水平，我国天然气市场发展空间广阔

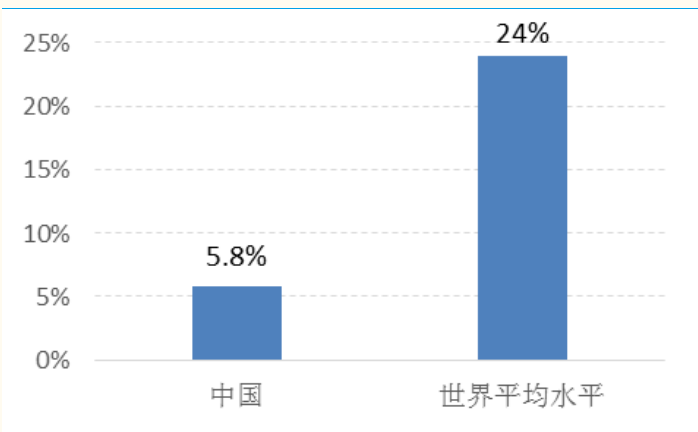
- 天然气占一次能源消费比重远低于世界平均水平。

2013 年，我国天然气消费量在能源消费结构中占比为 5.8%，国家能源发展“十二五”规划中提出 2015 年天然气占一次能源消费比重提高到 7.5% 的目标，距世界平均水平 24% 还有较大差距。

- 人均年消耗天然气远低于世界平均水平。

我国人均年消耗天然气不足 130 立方米，远低于全球年人均 480.6 立方米的水平，天然气应用存在较大提升空间。

图表 7：天然气在能源消费结构中占比（2013）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：人均年消耗天然气（立方米，2013）

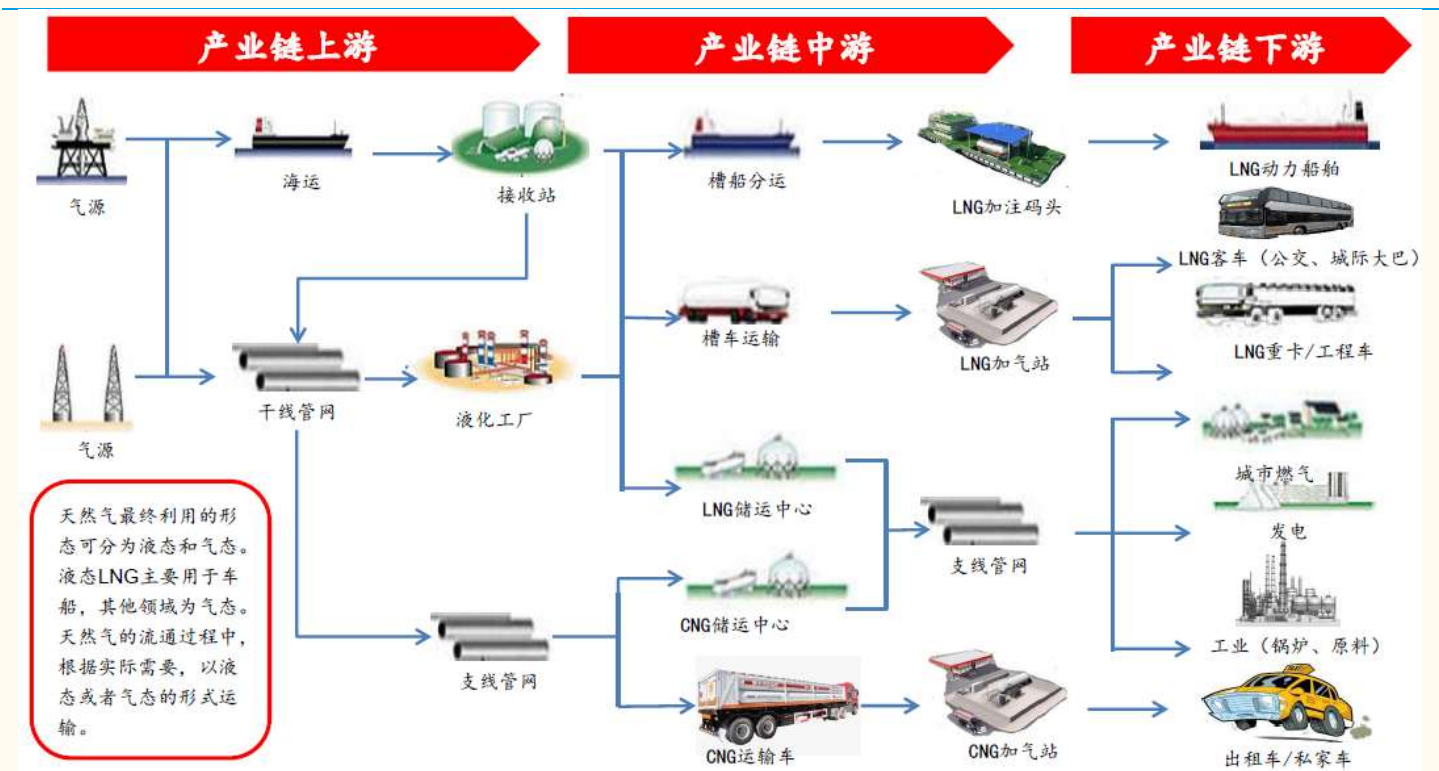


来源：公司公告，国金证券研究所

公司位于产业链中下游，市场化程度高，下游需求旺盛

- 上游寡头垄断，中下游市场化程度较高。公司 LNG 业务主要包括 LNG 运输、批发贸易、加气站零售经营等业务，属于天然气的中下游环节。

图表 9：天然气产业链示意图



来源：互联网，国金证券研究所

LNG 产业链的气源供应上，基本被中石油、中石化和中海油等少数大型能源公司垄断，它们通过对气田、LNG 接收站和天然气生产厂等气源点的开发建设，控制了相当数量的气源，具有寡头垄断的特征。

LNG 液化生产环节参与者较多，市场化程度较高。

中游输送以 LNG 道路运输方式为主。

下游主要为燃气分销商和终端用户，分销商通过建设 LNG 加气站或直接供终端客户使用，下游市场化程度较高。

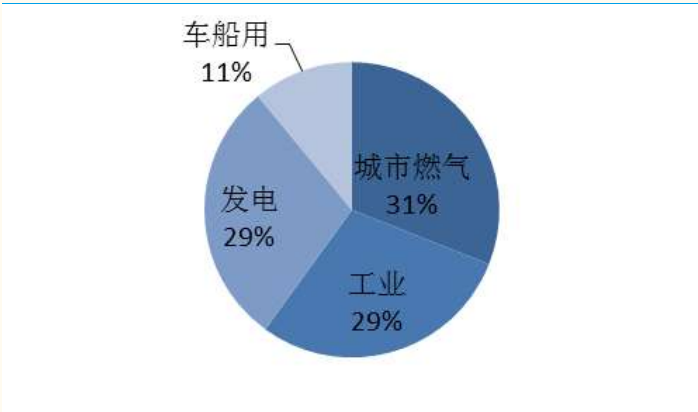
- LNG 下游消费主要有车船用，工业，城市燃气和发电。车船用 LNG 占比从 2012 年的 11%，提升到 2014 年的 37%，贡献显著。

车用 LNG 主要用于大巴，重卡等功率要求较大的车辆。家用汽车与公交一般不用。公司的 LNG 消费主要在车用领域，占比超过一半。

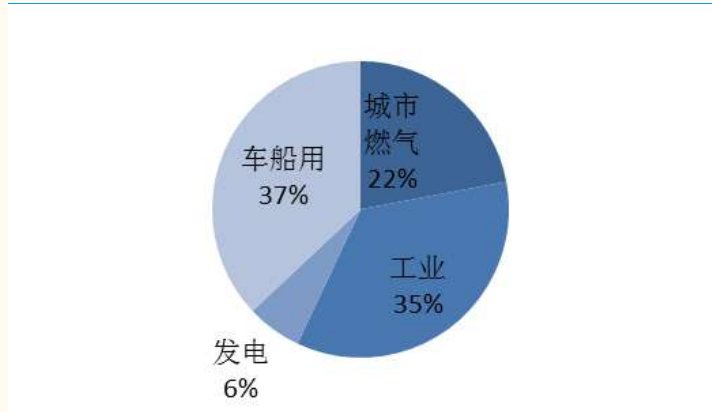
船用 LNG 主要是内河船。工业用的 LNG 优先用管道天然气。而城市燃气，使用 LNG 的成本比管道天然气高。发电方面，煤炭等更具有价格优势。

近年来，我国加气站建设实现爆发式增长，数量由 2009 年的 15 座增加至 2013 年的 1103 多座。在加气站建设高速发展带动下，车船用市场需求大幅增长，2014 年市场份额提升至 37% 左右。

图表 10：2012 年 LNG 下游消费结构



图表 11：车船用 LNG 占比增长超 2 倍 (2014)



来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，国金证券研究所

**非居民用气价格下调，LNG 消费量将恢复较快增长**

- 黄金十年后，天然气发展趋缓。原因主要是宏观经济减速，且油价暴跌使天然气失去价格优势。

2000-2014 年，中国天然气消费量从 245 亿立方米增至 1845 亿立方米，年均增速达 15%。但近年来增速下滑，2012-2014 年增速均在较低水平，2014 年增速低于 10%。

宏观经济增速放缓，煤炭价格下跌，影响工业和发电的天然气消费，油价暴跌，则使 LNG 和 CNG 失去了价格优势。

图表 12：我国天然气消费旺盛



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：2015 年天然气消费量增速较低



来源：wind，国金证券研究所

- 国内非居民用气价格如期下调，每立方米下调 0.7 元。本次居民用气价格不做调整。

11月18日国家发改委发出通知，决定自11月20号起降低非居民用天然气门站价格，并进一步提高天然气价格市场化。主要内容为：非居民用气最高门站价格每千立方米降低700元。并由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。方案实施时门站价格暂不上浮，自2016年11月20日起允许上浮。

调价后，上海市门站价格降至2.18元/方（降幅24.3%），各省平均门站价格1.81元/方（平均降幅28.3%）。

- 近年来，国内LNG消费量增长很快。天然气价格下调，将更加突显LNG汽车经济性，促进LNG汽车销售，并有利于车船用和工业LNG消费放量。

2011年底，中国LNG汽车保有量为3.85万辆，其中重卡3万辆，公交车0.85万辆。2014年LNG汽车（含重车、客车、公交）保有量估计达到17万辆，车用LNG消费量估计达到299万吨，同比增长106%。LNG工业用量估计达到286万吨。

图表 14: LNG 零售价下行, LNG 汽车经济性逐渐恢复

以山东为例	2013年6月		2013年12月		2014年6月		2014年12月		2015年6月		2015年11月		天然气价格再下调 0.7元/方	
	柴油	天然气	柴油	天然气	柴油	天然气	柴油	天然气	柴油	天然气	柴油	天然气	柴油	天然气
燃料单价 (元/L、元/m <sup>3</sup> )	7.04	1.88	7.3	6.42	7.43	6.42	5.83	6.31	6.05	4.90	5.22	4.36	5.22	3.66
百km燃料耗量 (L、m <sup>3</sup> )	40	45	40	45	40	45	40	45	40	45	40	45	40	45
百km燃料费用 (元/百km)	282	85	292	289	297	289	233	284	242	221	209	196	209	165
百km节省费用 (元/百km)	197		3		8		-51		22		13		44	
年行驶里程 (km)	200000		200000		200000		200000		200000		200000		200000	
年节省费用 (元/A)	393700		5900		16300		-101200		43000		25200		88200	
原厂LNG车比柴油车 高出费用 (元)	80000		80000		80000		80000		80000		80000		80000	
高出的购置成本回收 年限 (年)	0.2		13.6		4.9		-		1.9		3.2		0.9	
高出的购置成本回收 里程 (km)	40640		2711864		981595		-		372093		634921		181406	

来源: wind, 国金证券研究所

### 中期天然气供应充足，价格低位将有力促进消费

- 国内LNG从供应紧张转为供应过剩。

中国石油集团经济技术研究院估计，2015年中国天然气供过于求可能达到600亿立方米，其后会进一步扩大。目前国内投入使用的LNG接收站已达12座，到2020年预计将有17座接收站投入使用，接收能力总计约为8000万吨/年(约1120亿立方米/年)。

- 据IEA、EIA、PFC等权威机构预测，2015-2020年全球LNG存在供大于求的压力。日本复核减少LNG进口需求，以及大量在建和做出FID的LNG项目将陆续投产，EIA统计2020年前建成投产的LNG项目产能将达到目前产能的43%。



图表 15：中期天然气供给明显超过需求（亿立方米）

中国天然气供需					
供给	2015年	2020年	备注		
<b>国内天然气生产</b>					
常规天然气	1400	2153	中石油勘探院廊坊分院预测最低产量		
煤制气	300	600	预测2015年仅有50%的规划投产项目能够投运		
煤层气	150	300	2015年，中石油、中石化和中联煤是产量的主体，2020年我国煤层气产量在2015年基础上翻倍		
页岩气	65	300	最新规划		
<b>进口天然气</b>					
管道气	660	970	仅考虑中亚、缅甸气，俄罗斯进口暂不考虑		
LNG	315	435	所有规划项目预计顺利投运，50%利用率		
总供应	3180	4920			
国内供给能力占比	64.9%	73.2%			
<b>需求</b>	2015年	2020年	2030年	2030年前天然气需求平均增长率	假定
基准情形	2300	3500	5000	8.0%	适度政策鼓励
清洁低碳发展	2600	4000	5500	8.5%	强力政策支持
粗放情形	2000	2800	4000	6.8%	政策执行力度不足

来源：中石油经济技术研究所，国金证券研究所

■ 油价下跌，会压制天然气价格，波及到 LNG 终端价格。

天然气作为石油的替代能源，两者价格有联动效应，油价下跌带动天然气价格下跌。而各液化厂根据天然气气源价格加上其液化成本和相应利润确定出厂价，因此 LNG 出厂价受气源价格影响，也会受到油价影响。

■ 预计中短期天然气价格将低位运行，保持经济性优势，有利于下游消费量放量。国外天然气价格与国内 LNG 价格近年来呈下降趋势，尤其是今年以来有较大幅度下滑。

携手中石化，依靠自有车队，销售与物流运营一体化，具有保供与价格优势

LNG 销售的竞争，主要靠价格和保供能力。

- 立足山东 LNG 消费大市场。2014 年，山东是全国 LNG 消费第四大省份，山东省 LNG 消费主要在车用市场，车用 LNG 消费增长迅速。
- 与中石化紧密合作，气源供应有保障，并可以跟随布局开拓新市场。

天然气对外依存度高，海外 LNG 接收站成为重要物流环节。天然气对外依存度从 2007 年的 5% 快速上升到 2014 年的 32.2%。我国天然气进口分为管道气和 LNG 两大来源。2013 年，我国进口 LNG1800 万吨（约 250 亿立方米），占总进口气量的 47.2%。

2014 年 LNG 进口量是同期 LNG 液化厂总产量的 3.3 倍，公司与中石化的合作，有利于分享这一市场。中石化青岛 LNG 接收站是其在国内第一座海外 LNG 接收站，目前处于试产阶段，一期产能 300 万吨/年，远期产能 1000 万吨/年。中石化在抢占终端市场，铺加气站，在国内将建设青岛、天津（原定 2016 底投产）、北海三座海外 LNG 接收站。公司将跟随中石化进行布局发展。

- 区域分布不均，汽车运输担重任，公司自有车队规模大，能保障快速调度以满足不同规模客户的不同需求，具备优势。

从国内 LNG 加气站区域分布来看，西北、华南、华北三地分布最为密集，占全国总数的 64%。出于天然气管道输送和压缩液化成本考虑，国内 LNG 液化生产厂主要分布在中西部地区，进口 LNG 接收站均分布于东部沿海地

区。同时，由于 LNG 对储运条件的较高标准要求以及铁路部门的运输管理问题，我国尚无商业应用的 LNG 铁路运输。因此，LNG 陆上运输中，汽车运输扮演重要角色。

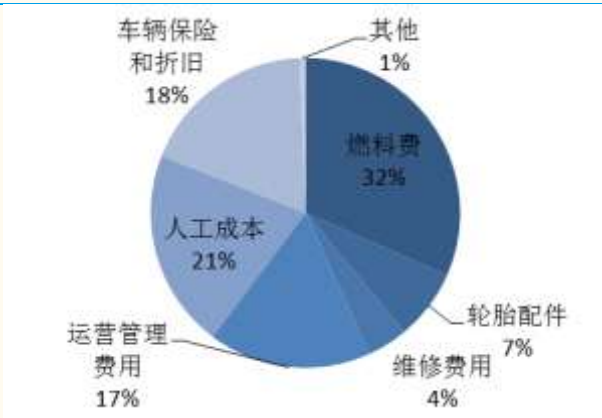
公司运输能力充沛稳定。2014 年末，公司自有车辆 465 辆，合计载质量约 1.26 万吨；自有 LNG 运输车辆 99 辆，合计载质量约 2000 吨。募投项目还将新增 200 辆 LNG 汽车。

- LNG 用气量全国领先，销售和物流运营一体化有利于降低成本。

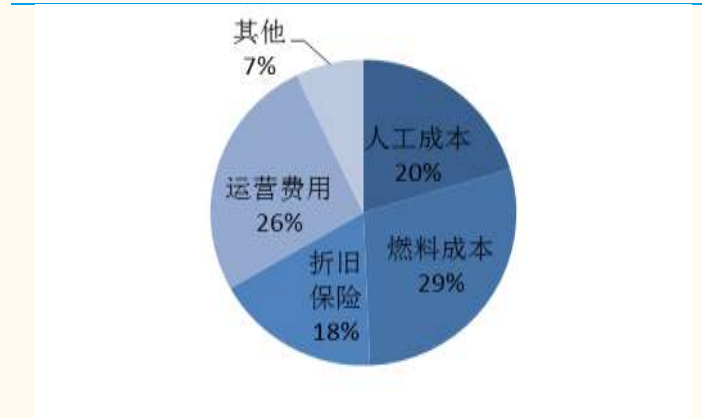
根据安迅思统计，2014 年恒福绿洲 LNG 用量位居全国第八位。2014 年，公司 LNG 批发约 13.7 万吨，LNG 零售约 1.9 万吨，自有车辆的 LNG 耗用量约 1.27 万吨。公司大规模的 LNG 采购量形成了较强的议价能力，既有助于降低 LNG 加气站零售成本，也有助于拓展 LNG 市场需求。而公司也大量采用 LNG 汽车用于运输，能降低运输成本。

- 自有车辆货运业务与 LNG 运输成本中，燃料成本占比约 30%。公司燃料耗用中 LNG 耗用量占比 82%，天然气价格的下降将带动 LNG 价格的下降，燃料成本的优势，使公司 LNG 销售价格更优惠，对于同质化的 LNG 产品，低价格的竞争力要强很多。

图表 16：2014 年货运业务中自有车辆成本构成



图表 17：2014 年 LNG 运输成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所。注：货运业务中不包括 LNG 业务。

来源：公司公告，国金证券研究所

### 与中石化合作 LNG 业务吨毛利稳定，业绩增长看销量放量、

- 公司采购分为向西部液化厂和向中石化采购两种情形，2015 年后主要向中石化采购。后者采取倒算方式，公司获取稳定的运输收入，规避了 LNG 价格波动带来的贸易风险。

前者采用“以需定采”的采购模式。由于 LNG 市场价格波动频繁，公司采购价格一般在实际承运 LNG 前一天，根据市场情况和供应商协商确定。

后者为公司与中石化合资设立的华恒物流，向中石化采购。该部分 LNG 终端批发售价按市场定，并经中石化确认；LNG 终端批发售价扣除华恒物流的运输收入、销售费用后即为采购价格。

- 销售分为批发和零售两种方式。目前批发的销量和收入远远高于零售。

(1) LNG 批发销售客户主要为 LNG 加气站、工业用户和燃气经营企业，售价根据市场批发价格与客户商定。

(2) LNG 零售客户为在加气站充装 LNG 的过往车辆，价格按市场零售价格确定。

- 未来采用倒算方式，差价稳定，预计吨毛利将保持较稳定水平。公司 LNG 业务的利润主要看销量放量，收入增长。此采购模式，终端销售价格与成本价倒挂时，亏损由中石化承担，若未来市场供需有重大变化，采购模式可能会有改变。

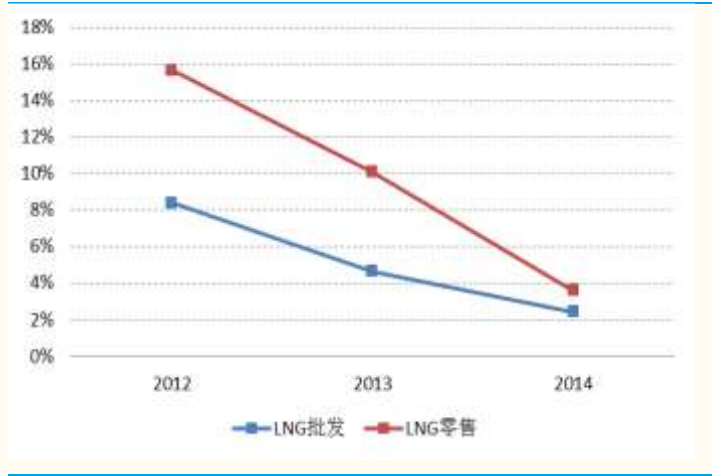
2015 年前“以需定采”的采购模式，受市场竞争愈加激烈的影响，批发与零售价格基本保持稳定，但由于成本上升，导致毛利率下滑。

图表 18：公司 LNG 批发与零售价格



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：公司 LNG 业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

### 道路货运业务处于底部，具有弹性

#### 依靠优良港口和自有车队，造就区位优势

- 烟台港口经济发达，大规模的吞吐量为公司的疏港运输提供了契机。

烟台港是国内主要港口之一，是中国北方重要的金属矿石卸船港，芝罘港区、龙口港区和蓬莱港区均以煤炭、铝矾土、木材、矿石等散杂品进口为主，其中龙口港区是国内铝矾土矿进口第一大港、中国最大的对非散杂货出口贸易口岸，蓬莱港区主营木材、矿建材料、煤炭等通用散货。各港区散杂品吞吐量规模较大，为公司在疏港道路运输中确立竞争优势提供了基础。

图表 20：公司疏港运量占比高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：烟台港货物吞吐量(万吨)



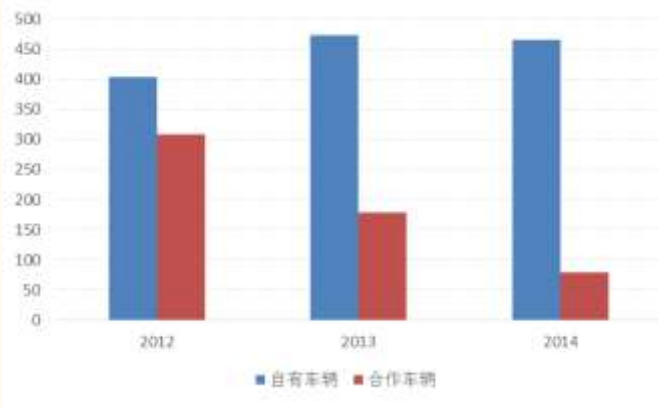
来源：公司公告，国金证券研究所

- 与竞争对手相比，公司着力打造自有车队是一大优势。

根据车辆权属、结算方式以及业务特点，公司货物流运输业务可以分为自有车辆运输、合作车辆运输和外部车辆运输。2014 年末，公司自有车队整车数量为 465 辆。

自有车辆的数量占比在扩大，平均单车周转量更高，更加节省运费，毛利率要高出很多。未来公司将重点依靠自有车辆提升综合运力，逐渐减少合作车辆数量。综合物流园募投项目计划购置 LNG 汽车 200 辆，可以替代合作车辆。

图表 22：合作车辆减少（辆）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：自有车辆毛利率较高



来源：公司公告，国金证券研究所

### 散杂货占比大，主要货种与宏观环境关联度高

- 道路货运适用中短途运输，是宏观经济的“晴雨表”。

汽车货运适用于 400 公里内的中短途运输。随着国内高等级公路的建设以及高技术装备车辆的投入，道路运输也开始进入长途以及超长途交通运输领域，我国道路货运平均载货量和平均运距实现平稳增长。2013 年，我国货运汽车平均吨位 6.8 吨/辆，平均运距 181 公里。

- 公司物流运输收入主要来自于散杂货运输，占比最大的品种是铝矾土。

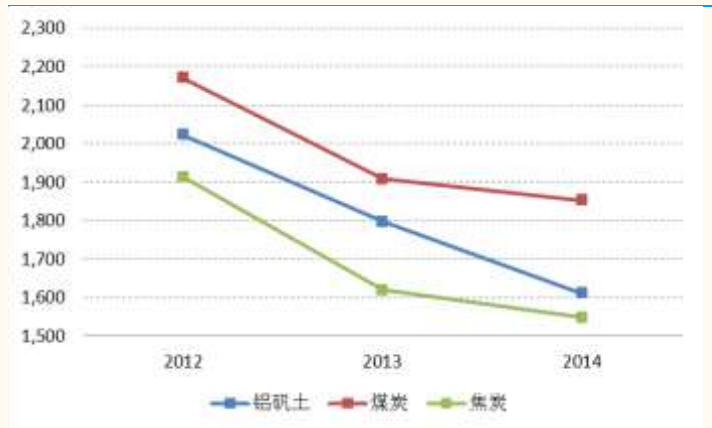
2012 年~2014 年公司散杂货运输收入占道路货运业务收入的比例分别为 76.77%、77.52%和 74.18%。公司散杂货的货种主要包括铝矾土、煤炭、铁矿石、木片等大宗原材料，与外部宏观环境关联性较高，近年来运价均出现下滑。

图表 24：主要散杂货种收入（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：主要散杂货种运价（元/万吨公里）

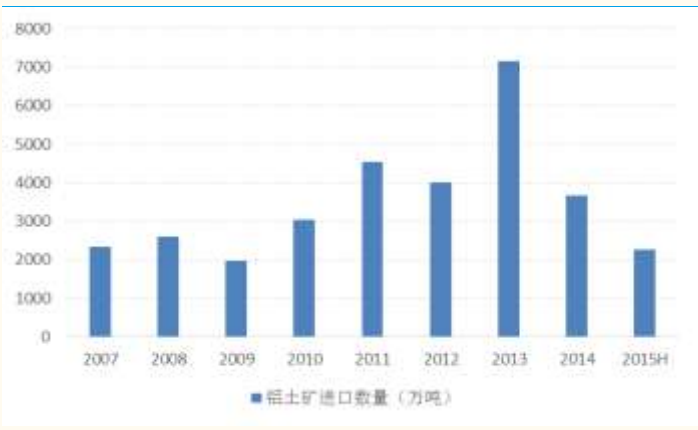


来源：公司公告，国金证券研究所

- 山东省公路货运量增速下滑，印尼限制铝土矿出口，公司业务影响较大。

受主要出口国印尼 2012 年关税政策，2014 年禁止铝矾土原矿出口的影响（导致国内 2013 年进口数量大增），我国铝矾土进口量与公司铝矾土运输收入出现较大波动。

图表 26: 全国铝土矿进口数量 (万吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 27: 山东省公路货运量增速下滑 (万吨)



来源: wind, 国金证券研究所

### 大宗商品中期表现或比预期乐观, 下跌空间有限

#### ■ 大宗商品处于下行周期。

美联储加息预期 (美元或步入升值周期), 中国增速放缓, 世界经济复苏缓慢, 导致大宗商品市场动荡, 原油和工业金属价格呈走低态势, 嘉能可风雨飘摇。

#### ■ 大宗商品表现或比预期乐观, 下跌空间有限。公司道路货运业务处于底部, 并积极开拓新货种, 具有弹性。

中国经济从投资转向消费的再平衡, 基于消费的金属仍有需求上升的机会。

嘉能可宣布削减公司 20% 铜产量后, 再次削减公司锌产量的三分之一。巨头的行动将带动供给收缩的业界行动与市场预期。

美元指数已上涨较大幅度, 反映了预期, 接下来需要关注美国 GDP 增速, 或难再现前两波升值大周期的力度。

**图表 28：分部盈利预测**

万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入合计</b>	<b>98,032</b>	<b>125,262</b>	<b>120,960</b>	<b>195,308</b>	<b>284,920</b>	<b>363,903</b>
货物运输	60,717	57,927	44,520	37,398	35,111	38,675
车辆销售及维修	13,849	13,194	3,904	4,178	4,596	5,055
LNG等燃气销售	20,967	51,037	68,382	149,095	240,269	314,900
吊装业务	329	497	576	489	538	592
仓储装卸	922	1,465	1,452	1,597	1,677	1,761
驾驶员培训	1,248	1,142	2,125	2,550	2,729	2,920
<b>营业成本合计</b>	<b>79,855</b>	<b>109,025</b>	<b>106,314</b>	<b>181,665</b>	<b>267,784</b>	<b>342,113</b>
货物运输	46,574	46,455	34,211	30,448	28,316	30,299
车辆销售及维修	12,836	12,204	2,961	3,849	4,042	4,527
LNG等燃气销售	18,787	48,142	66,598	144,716	232,559	304,188
吊装业务	516	542	641	577	606	636
仓储装卸	529	913	969	1,047	1,131	1,221
驾驶员培训	613	769	933	1,027	1,130	1,242
<b>毛利合计</b>	<b>18,177</b>	<b>16,236</b>	<b>14,646</b>	<b>13,644</b>	<b>17,136</b>	<b>21,790</b>
货物运输	14,142	11,472	10,309	6,950	6,795	8,377
车辆销售及维修	1,012	990	943	328	554	528
LNG等燃气销售	2,180	2,895	1,785	4,379	7,710	10,712
吊装业务	(187)	(46)	(66)	(88)	(68)	(44)
仓储装卸	393	552	483	550	546	540
驾驶员培训	636	374	1,192	1,524	1,599	1,678
<b>毛利率</b>	<b>18.5%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>
货物运输	23.3%	19.8%	23.2%	18.6%	19.4%	21.7%
车辆销售及维修	7.3%	7.5%	24.2%	7.9%	12.0%	10.4%
LNG等燃气销售	10.4%	5.7%	2.6%	2.9%	3.2%	3.4%
吊装业务	-56.9%	-9.2%	-11.4%	-17.9%	-12.6%	-7.5%
仓储装卸	42.6%	37.7%	33.2%	34.4%	32.6%	30.6%
驾驶员培训	50.9%	32.7%	56.1%	59.7%	58.6%	57.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>982</b>	<b>1,256</b>	<b>1,215</b>	<b>1,953</b>	<b>2,849</b>	<b>3,639</b>	货币资金	46	48	57	134	152	186
增长率		28.0%	-3.3%	60.8%	45.9%	27.7%	应收款项	65	122	89	150	218	279
主营业务成本	-799	-1,092	-1,066	-1,817	-2,678	-3,421	存货	21	13	14	25	37	47
%销售收入	81.4%	86.9%	87.7%	93.0%	94.0%	94.0%	其他流动资产	20	24	58	96	129	164
毛利	183	164	149	136	171	218	流动资产	152	209	218	404	535	675
%销售收入	18.6%	13.1%	12.3%	7.0%	6.0%	6.0%	%总资产	25.2%	30.8%	31.0%	43.8%	46.5%	50.8%
营业税金及附加	-21	-13	-5	-6	-11	-13	长期投资	0	0	0	1	2	3
%销售收入	2.1%	1.0%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	固定资产	350	365	348	381	465	486
营业费用	-6	-6	-5	-9	-12	-15	%总资产	58.0%	53.8%	49.4%	41.3%	40.3%	36.6%
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	89	94	104	102	105	108
管理费用	-64	-67	-64	-64	-71	-80	非流动资产	451	470	485	518	617	653
%销售收入	6.5%	5.3%	5.3%	3.3%	2.5%	2.2%	%总资产	74.8%	69.2%	69.0%	56.2%	53.5%	49.2%
息税前利润 (EBIT)	92	79	75	58	77	109	<b>资产总计</b>	<b>603</b>	<b>679</b>	<b>704</b>	<b>923</b>	<b>1,152</b>	<b>1,329</b>
%销售收入	9.4%	6.3%	6.2%	2.9%	2.7%	3.0%	短期借款	84	161	134	209	282	288
财务费用	-15	-11	-17	-10	-13	-16	应付款项	116	110	80	158	221	282
%销售收入	1.6%	0.9%	1.4%	0.5%	0.4%	0.4%	其他流动负债	22	22	28	52	75	95
资产减值损失	-4	-1	2	0	0	0	流动负债	222	293	243	419	578	666
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	111	60	86	86	96	106
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	20	20	18	20	25	30
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>353</b>	<b>373</b>	<b>346</b>	<b>525</b>	<b>699</b>	<b>802</b>
营业利润	73	67	60	48	65	93	<b>普通股股东权益</b>	250	305	329	370	425	498
营业利润率	7.4%	5.3%	4.9%	2.4%	2.3%	2.6%	少数股东权益	0	0	29	29	29	29
营业外收支	1	7	7	10	9	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>603</b>	<b>679</b>	<b>704</b>	<b>923</b>	<b>1,152</b>	<b>1,329</b>
税前利润	74	74	67	58	74	98	<b>比率分析</b>						
利润率	7.6%	5.9%	5.5%	3.0%	2.6%	2.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-19	-19	-18	-14	-18	-25	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.8%	26.4%	27.3%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.614	0.602	0.544	0.361	0.459	0.615
净利润	55	54	49	43	55	74	每股净资产	2.783	3.394	3.653	4.106	4.719	5.538
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.193	0.856	1.161	1.159	1.246	1.790
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>49</b>	<b>43</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	5.6%	4.3%	4.0%	2.2%	1.9%	2.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	22.08%	17.74%	14.88%	11.71%	12.98%	14.80%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.17%	7.98%	6.95%	4.69%	4.78%	5.55%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	15.37%	11.02%	9.43%	6.22%	6.95%	8.91%
净利润	55	54	49	43	55	74	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	17.39%	27.95%	-3.32%	60.79%	45.88%	27.72%
非现金支出	68	76	75	69	79	101	EBIT 增长率	21.35%	-14.29%	-5.19%	-23.17%	33.94%	42.06%
非经营收益	15	11	16	1	5	11	净利润增长率	9.26%	-2.02%	-9.71%	-11.55%	27.40%	33.82%
营运资金变动	-31	-64	-35	-8	-27	-25	总资产增长率	25.43%	12.53%	3.71%	31.13%	24.87%	15.31%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>107</b>	<b>77</b>	<b>105</b>	<b>104</b>	<b>112</b>	<b>161</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-148	-98	-83	-90	-166	-130	应收账款周转天数	15.8	15.3	15.5	15.0	15.0	15.0
投资	-12	0	0	-1	-1	-1	存货周转天数	10.5	5.8	4.7	5.0	5.0	5.0
其他	19	4	3	0	0	0	应付账款周转天数	33.1	21.0	13.8	12.0	11.0	11.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-140</b>	<b>-94</b>	<b>-79</b>	<b>-91</b>	<b>-167</b>	<b>-131</b>	固定资产周转天数	128.3	95.8	97.0	51.6	35.8	32.2
股权募资	0	0	29	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	54	27	-1	77	88	21	净负债/股东权益	59.42%	56.50%	45.56%	40.47%	49.86%	39.49%
其他	-15	-11	-44	-14	-15	-17	EBIT 利息保障倍数	6.0	7.0	4.5	5.9	6.2	6.8
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>39</b>	<b>16</b>	<b>-17</b>	<b>63</b>	<b>73</b>	<b>4</b>	资产负债率	58.47%	54.91%	49.21%	56.85%	60.65%	60.32%
<b>现金净流量</b>	<b>6</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>77</b>	<b>18</b>	<b>34</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-10-21	增持	37.94	40.00~45.00

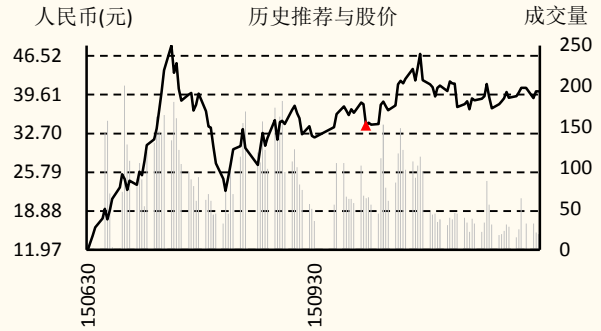
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD