

## 海南高速 (000886.SZ)

## 路桥行业

评级: 买入 首次评级

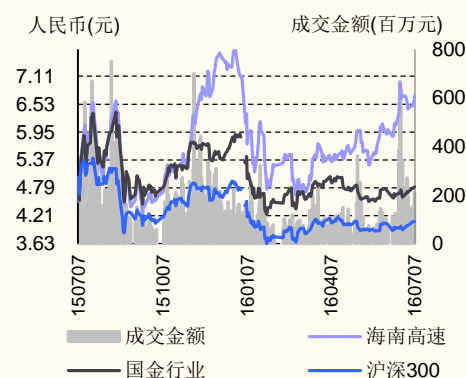
公司研究

市场价格(人民币): 6.72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)	964.62
总市值(百万元)	6,644.93
年内股价最高最低(元)	7.67/4.19
沪深300指数	3209.95
深证成指	10620.58



## 转型“大健康大旅游”，多元布局提升内在价值

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.051	-0.229	0.084	0.085	0.088
每股净资产(元)	2.77	2.54	2.63	2.71	2.80
每股经营性现金流(元)	-0.10	-0.04	0.02	0.05	0.21
市盈率(倍)	95.86	-30.96	80.28	78.80	75.96
行业优化市盈率(倍)	84.30	71.12	71.12	71.12	71.12
净利润增长率(%)	-62.84%	N/A	N/A	1.88%	3.73%
净资产收益率(%)	1.84%	-9.02%	3.19%	3.15%	3.16%
总股本(百万股)	988.83	988.83	988.83	988.83	988.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **融合业务优势，转型“大健康大旅游”**：公司是国内第一家上市的高速公路经营企业，现主业围绕房地产，交通运输及服务业展开。随着近两年房地产市场疲软、酒店业竞争激烈，公司抓住海南产业转型时机，转型“大健康大旅游”。海南省“十三五”规划将海南打造成国际旅游岛，力争到2020年旅游收入达到1000亿，未来5年依然是海南旅游业发展的黄金期。海南游客多以冬季养老过冬为主，伴随着人口结构老龄化、消费升级，未来养老旅游将成为新趋势。公司借由原有酒店、房地产及旅游土地等业务优势，发挥“二次创业”精神，将进一步增强公司盈利能力及活力。
- **多元参股，提升公司内在价值**：公司在多个领域进行股权投资，进行多产业全面布局。其中海汽运输集团IPO上市申请被核准，公司将享有估值溢价。结合参考同类型公司及次新股近期走势，我们预计海汽集团短期市值有望达到50-60亿元，公司持有股权市值约10-15亿元，约为海南高速市值的1/5。投资海南航天，参与建设航天主题公园。对标肯尼迪航天中心每年200万人次的参观量，随着航天文化的普及，未来航天主题公园将迎来高增长。
- **国企改革加速推动资产证券化，公司有望受益**：国企改革2016进入落实年，混合所有制改革是此次国改的重要内容。各地方国资委均加快国有企业资产证券化的节奏。海南省国有资产证券化比较低，国有主要上市平台只有包括海南高速、海峡股份、海南航空及海南橡胶。海南国资委近些年积极支持企业上市或挂牌融资，全省境内上市公司将达到29家。未来极有可能通过并购重组、资产注入、整体上市等方式提升国有企业资本证券化率。公司作为省内少有的国有优质上市平台，有望从中受益。

## 投资建议

- 海南处于旅游黄金发展期，公司结合原有业务优势，转型“大健康大旅游”。多元参股，海汽上市短期享有估值溢价约10-15亿；投资海南航天，未来航天主题公园将迎来高增长。国企改革推动国有资产证券化，公司有望受益，给与“买入”评级。

## 估值

- 我们预计公司2016-18年EPS为0.08、0.09和0.09元/股。

## 风险

- 海南房地产持续低迷，文昌航天配套设施建设不及预期。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号: S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介 .....	3
股权结构 .....	3
公司业绩介绍 .....	3
公司业务介绍 .....	3
多元产业布局，海汽集团上市打开估值空间 .....	6
海汽集团（603069.SH）上市享估值溢价 .....	6
文昌火箭发射首战告捷，未来主题收益丰厚 .....	7
融合旅游、地产、酒店，定位“大健康大旅游”战略 .....	8
国企改革加速推动资产证券化，海南高速有望受益 .....	9
业绩预测 .....	10

## 图表目录

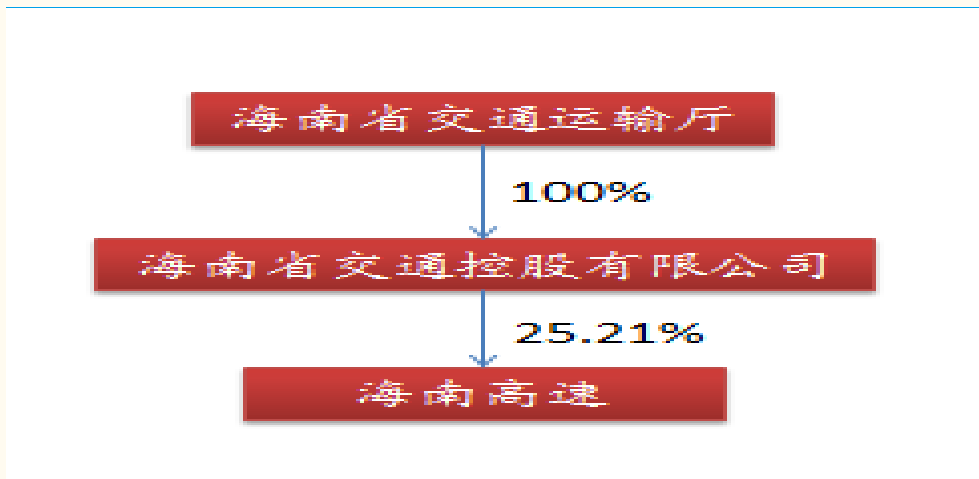
图表 1：海南高速股权结构 .....	3
图表 2：2015 年公司营收构成 .....	3
图表 3：2015 年公司毛利构成 .....	3
图表 4：16 年 6 月海南各省市新房均价 .....	4
图表 5：公司新房销售量 .....	4
图表 6：海口新建商品住宅价格指数同比增速（%） .....	4
图表 7：海口商品房销售面积累计同比增速（%） .....	4
图表 8：服务业务营业收入 .....	5
图表 9：“金银岛”大酒店地理位置 .....	5
图表 10：公司重要合营/联营企业 .....	6
图表 11：海汽集团股份结构 .....	6
图表 12：A 股可比公司信息 .....	7
图表 13：海南航天发射场配套区规划 .....	8
图表 14：海南旅游增速 .....	9
图表 15：海南旅游季节性变化 .....	9
图表 16：大旅游大健康战略 .....	9
图表 17：海南国有上市平台 .....	10
图表 18：海南国资委控股部分公司 .....	10
图表 19：公司盈利预测 .....	11

## 公司简介

### 股权结构

- 公司为国内第一家上市的高速公路经营管理企业，是海南省最主要的省属上市平台之一。公司主要有三大业务板块，交通运输业、房地产业及旅游运输业。
- 公司第一大股东为海南省交通控股有限公司，持股比例为 25.21%。实际控制人为海南省交通运输厅。

图表 1：海南高速股权结构

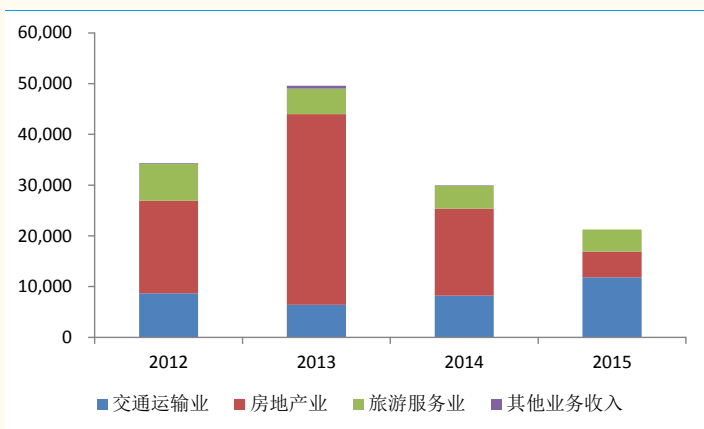


来源：公司年报，国金证券研究所

### 公司业绩介绍

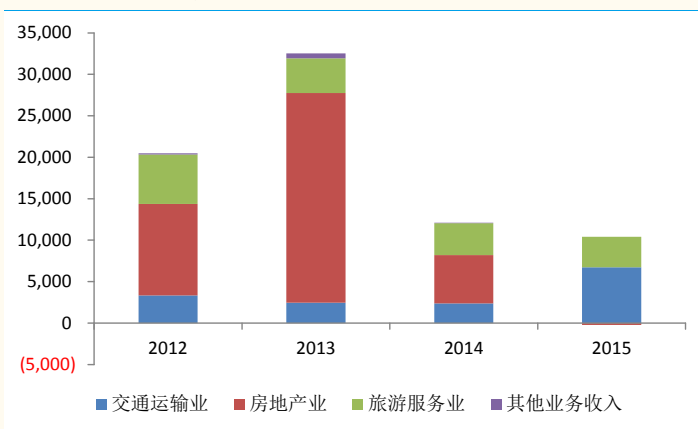
- 近几年公司主要营业收入及毛利均来自于房地产业务，2013 年房地产业务的营业收入占比一度高达 76%。自 2014 年开始，随着全国二三线房地产市场的降温，公司该业务也受到较大冲击。2015 年房地产业务收入约 5000 万，占比 24%，受销售价格下降影响，毛利为-225 万元。交通运输业务收入 1.18 亿元，占比 56%。旅游服务业务收入 4335 万元，占比 20%。
- 公司 2015 年归属母公司净利润亏损 2.27 亿，除了房地产业务毛利大幅下滑外，主要原因由于儋州市房地产市场环境发生巨大变化，公司决定暂停投资开发儋州东坡雅居一期项目，当期对前期开发成本计提减值损失约 1.68 亿元，同时计提各种违约金约 6500 万元。

图表 2：2015 年公司营收构成



来源：国金证券研究所

图表 3：2015 年公司毛利构成



来源：国金证券研究所

### 公司业务介绍

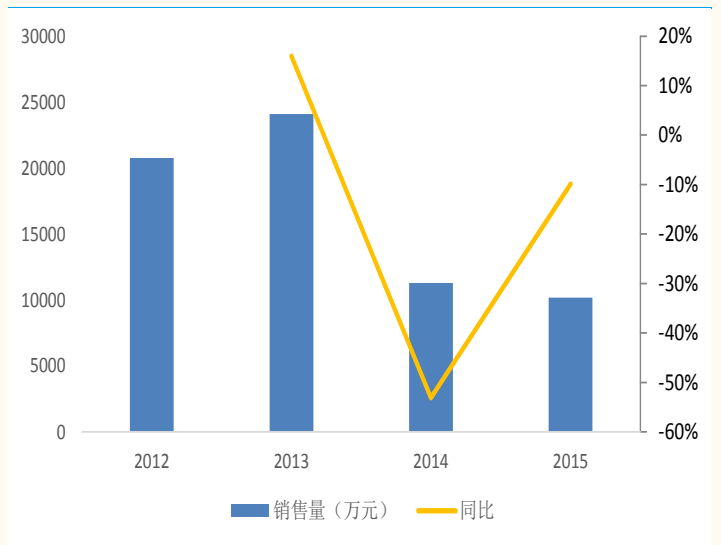
- **交通运输业：**公司主要路产为海南 G98 环岛东线高速公路，管养里程共 249 公里。海南省于 1994 年开始进行燃油税费改革。全岛不收取公路养路费、运输管理费、过路费及过桥费，取消了所有的公路收费站，改为统一收取机动车燃油附加费。公司按与海南交通厅签订的补偿合同，每年确认补偿收入。2015 年确认补偿收入为 1.11 亿元，剩余收入为公司代建工程项目管理费收入。
- **房地产业务：**公司于 1993 年开始开展房地产业务。目前公司在进展中的项目覆盖海口、三亚、琼海及儋州。2008 年到 2013 年国内房地产市场出现了空前的繁荣，但自 14 年开始由于供给过剩、国家政策调控，尤其是二三线房地产价格出现下降的趋势，且销售量也在下滑，致使公司房地产业务自 14 年后出现大幅度下滑，至 2015 年房地产业务毛利为负。15 年在楼市长期低迷的市场环境下，政府连续出台利好政策，中央多轮降准降息、降首付以刺激消费。以海口为例，政策利好推动效果明显，从 15 年年末开始海口新建商品住宅价格及销售量同比均有所提高。且公司楼盘品质较高，地理位置较好，在楼市回暖之际得以优先受益。

图表 4：16 年 6 月海南各省市新房均价



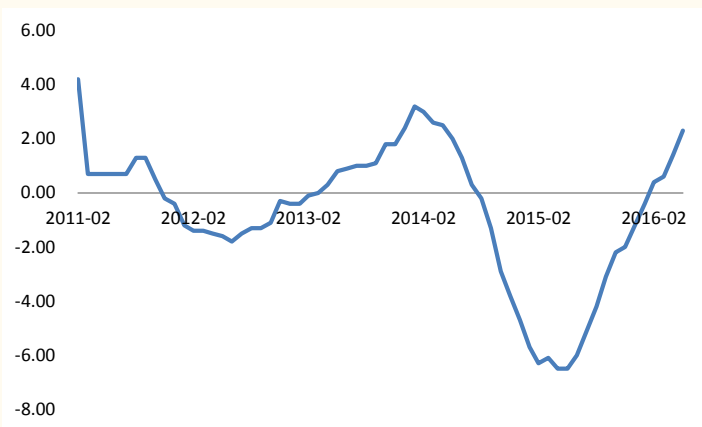
来源：搜房网，国金证券研究所

图表 5：公司新房销售量



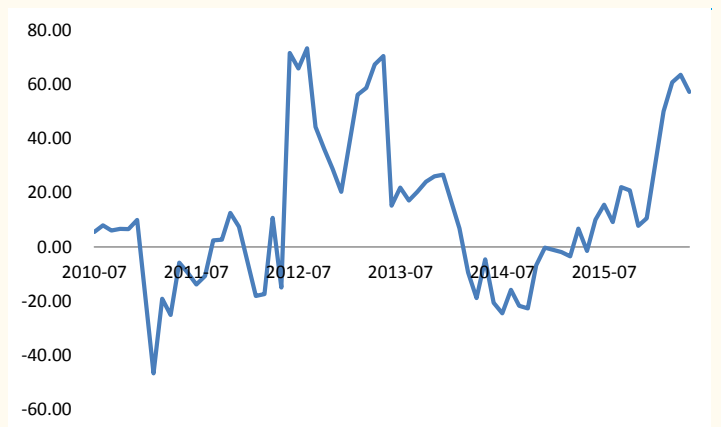
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 6：海口新建商品住宅价格指数同比增速 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 7：海口商品房销售面积累计同比增速 (%)

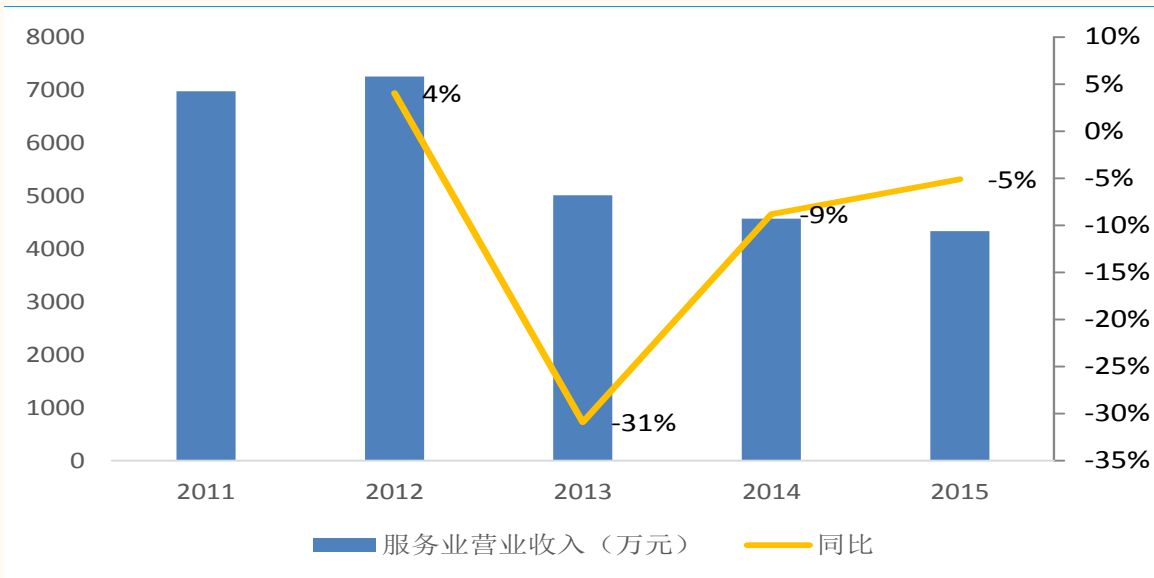


来源：wind，国金证券研究所

- **服务业：**公司从 1999 年开始打造“金银岛”酒店旅游连锁品牌，现旗下拥有海口金银岛大酒店、兴隆金银岛温泉大酒店、琼海金银岛大酒店三家连锁酒店。三家酒店总房间数 573 间，总床位数 993 张，均属于四星级的高星级酒店。但是近年海南旅游业迅速发展，酒店市场趋于饱和，竞争激烈。公司酒店建设时间早，硬件设施老化，且并非处于旅游中心地带，所

以近两年酒店业务收益逐步下滑。但是“金银岛”酒店品牌经营符合公司长期发展旅游新业态的规划，未来依然是公司重点发展对象。

图表 8：服务业务营业收入



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 9：“金银岛”大酒店地理位置



来源：百度地图，国金证券研究所

### 多元产业布局，海汽集团上市打开估值空间

- 公司在多个领域进行股权投资，进行多产业全面布局。其中海汽运输集团 IPO 上市申请被核准，公司将享有估值溢价。投资海南航天，未来在旅游及交通业务发展方面具有协同效应。参股海南海洋发展，开发海洋旅游等项目。

图表 10：公司重要合营/联营企业

合营企业或联营企业名称	持股比例	业务性质
海南禹城节能阀门制造有限公司	45%	制造业
海南海汽运输集团股份有限公司	25%	运输业
海南海控小额贷款有限公司	35%	新型金融组织
海南高速邮轮游艇有限公司	40%	旅游业
海南航天投资管理有限公司	25%	服务业
海南省海洋发展有限公司	30%	海洋工程

来源：公司年报，国金证券研究所

### 海汽集团（603069.SH）上市享估值溢价

- 2016 年 6 月 17 日，证监会核准了海汽集团股份首发申请。公司持有海汽集团 5925 万股，首次公开发行股票前持股比例为 25%，公开发行后持股比例为 19%。现公司账面以权益法计算持有海汽集团股份价值为 1.9 亿元，发行新股后，按权益法计算账面价值几乎无影响。但海汽上市后，市场对公司持有股权重新估值，会带来估值溢价，提振海南高速现有市值。

图表 11：海汽集团股份结构

股东名次	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例
1	海南海汽投资控股有限公司	142,200,000.00	60%	142,200,000.00	45%
2	海南高速公路股份有限公司	59,250,000.00	25%	59,250,000.00	19%
3	海南省农垦集团有限公司	11,850,000.00	5%	11,850,000.00	4%
4	海南海峡航运股份有限公司	11,850,000.00	5%	11,850,000.00	4%
5	海南海钢集团有限公司	11,850,000.00	5%	11,850,000.00	4%
6	其他投资者			79,000,000.00	25%
合计		237,000,000.00	100%	316,000,000.00	100%

来源：海汽集团招股说明书，国金证券研究所

- 海汽集团主要从事客运、汽车客运站经营以及一直相关的汽车销售与维修等业务。公司主业与 A 股上市公司富临运业及宜昌交运相仿。公司总资产为 14.56 亿元，为富临运业的 1/2，宜昌交运的 7/10。2015 年归属母公司净利润约 7000 万，为富临运业的 0.4 倍，宜昌交运的 1.5 倍。富临运业 PE 估值平均在 25 倍左右，宜昌交运约 50 倍，于这两家公司均带有转型预期所以估值较正常偏高，我们保守预计海汽集团上市后长期稳定 PE 在 20 倍左右，PB 在 2.5 倍左右。参考近期市场对于次新股投资情绪，我们短期内给与公司 7-8 倍 PB，海汽集团短期市值应该在 50-60 亿，公司所持

有部分市值约为 10-15 亿，为现有市值的 1/5。且海汽上市后借用资本力量壮大公司规模，获取丰厚利润，公司也将获得更多投资收益。

**图表 12: A 股可比公司信息**

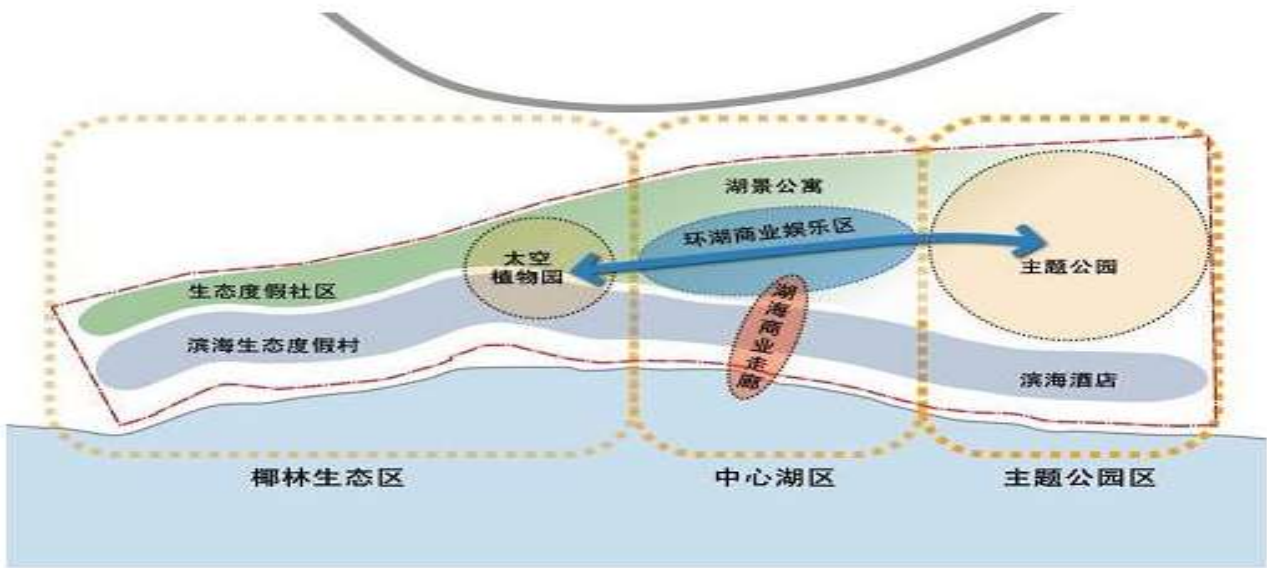
证券代码	002357.SZ	002627.SZ	603069.SH
证券简称	雷临运业	宜昌交运	海汽集团
总股本	313,489,036.00	133,500,000.00	316,000,000.00
流通A股 [单位] 股	313,247,259.00	130,997,850.00	79,000,000.00
实际控制人名称 [日期] 最新	安治富	宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会	海南省国有资产监督委员会
所有者权益合计 2015年 [单位] 万元	108,913.59	108,813.48	70,628.00
资产总计 2015年 [单位] 万元	285,361.30	206,232.84	145,602.00
归属母公司股东的净利润 2015年 [单位] 万元	17,969.08	4,781.27	6,889.00
基本每股收益 2015年 [单位] 元	0.57	0.36	0.22
总市值1 [交易日期] 最新收盘日 [单位] 元	4,843,405,606.20	2,820,855,000.00	
市盈率PE(TTM) [交易日期] 最新收盘日 [单位] 倍	28.61	62.40	
市盈率PE(TTM,扣除非经常性损益) [交易日期] 最新收盘日	56.01	73.78	
市净率PB(LF) [交易日期] 最新收盘日	5.09	3.02	
预测PE(FY1) [交易日期] 最新收盘日	22.46	46.30	
预测PB(FY1) [交易日期] 最新收盘日	3.99	2.98	

来源: wind, 国金证券研究所

### 文昌火箭发射首战告捷，未来主题收益丰厚

- 公司参股海南航天投资有限公司，持股比例 25%。海南文昌火箭发射场于 2007 年 8 月经国务院、中央军委批准立项，2009 年 9 月开工建设。主要是为了满足新型运载火箭和未来航天器发射任务需求，也是我国第一个完全对外开放的航天发射场。随着 6 月 25 日，长征七号在文昌首次发射成功，文昌火箭发射场正式跻身世界先进发射场行列。
- 海南航天投资管理有限公司成立于 2008 年，是中国航天科技集团有限公司和海南省政府进行全面战略合作的载体，是海南航天发射场配套区项目的主开发商。配套区主要有 2 个功能，第一为航天科技人员的科研、工作和生活配套；第二是建造主题乐园和航天科普教育基地。
- 配套区规划总共分三部分，总体功能布局形成以航天主题公园为核心，科技、商务、生活综合配套的“一园两区”空间结构：
  - (1) 航天主题公园：包括航天主题公园、博览中心、以及航天育种农业观光等功能。
  - (2) 航天商务配套服务区：包括航天商务酒店及度假设施。
  - (3) 航天生活配套服务区：相对靠近西侧城镇布置，以综合性的航天生活配套功能为主，并保留向西发展的余地

图表 13：海南航天发射场配套区规划



来源：公司官网，国金证券研究所

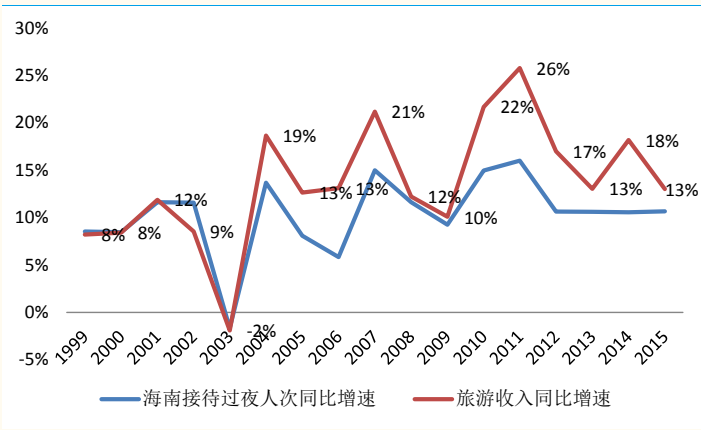
- 参考美国肯尼迪航天中心，作为世界十大航天发射基地之一，其以发射、科研、培训、教育、旅游为一体，年接待游客约 200 万人次。主题公园的成功大部分取决于品牌形象在民间的渗透率。我国航天近年快速发展，随着一次次火箭成功发射，航天文化正逐步渗透。2007 年“嫦娥一号”卫星发射前后，西昌参观人数多达 4 万余人。所以随着我国航天事业蒸蒸日上，航天文化将进一步被接受，未来海南文昌航天主题公园将迎来高增长。

#### 融合旅游、地产、酒店，定位“大健康大旅游”战略

- 海南凭借天然地理优势，环境优美、气候适宜，被打造成为国内旅游出行度假最佳目的地。自 2001 年开始提出将海南建设成国际旅游岛，之后海南政府出台了一系列支持旅游业发展政策，随着国内消费升级，海南旅游业迎来了黄金发展期。“十二五”期间，海南接待过夜人次年复合增长 11%，旅游收入年复合增长 17%。“十三五”期间，海南省将持续致力于海南旅游行业转型升级，力争到 2020 年全省年旅游收入达到 1000 亿（2015 年为 572 亿）。海南旅游业在未来 5 年仍将处于黄金发展期。
- 根据海南旅游人数变化得出，冬季为海南旅游行业旺季，过冬为游客将海南作为旅游目的地的主要目的之一。且根据不完全统计，2015 年冬季到海南休闲、养老、养生的老年人达到 45 万，占冬季旅游增量的 50% 以上。随着我国人口结构逐步迈向老龄化及消费能力的提升，未来北方地区旅游养老、候鸟养老的模式将逐步推广开来。海南大部分疗养社区或养老中心配有医疗配套设施、娱乐设施，还有丰富的旅游资源，凭借冬季温和的自然条件及成熟的养老配套，是冬季养老首选目的地。

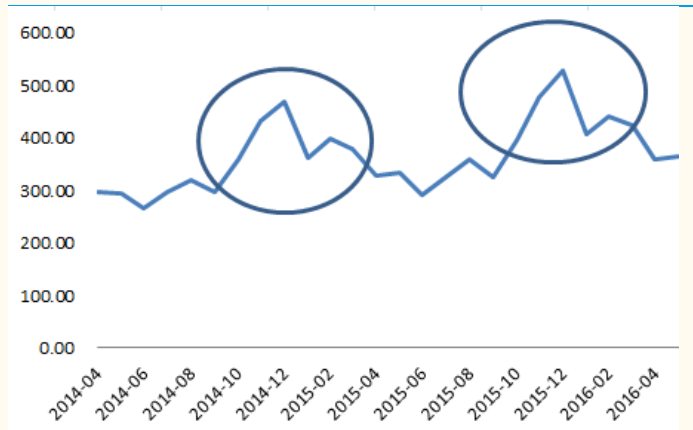


图表 14: 海南旅游增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 海南旅游季节性变化



来源: wind, 国金证券研究所

- 公司抓住海南产业转型的有力契机, 以大健康大旅游产业为主线, 着力发展度假、养老、养生相关产业。公司原有酒店及房地产业务已经使得公司在该领域有相关业务经验, 同时公司在万宁市新梅乡拥有一块旅游服务业用地。该土地位于海南环岛东线高速公路 169 公里处, 共 648 亩。万宁市致力于发展生态旅游产业, 是国内著名的长寿之乡, 对于发展养生旅游具有天然优势。公司旅游服务业用地地理位置优越, 占地面积大, 未来有望发展成为当地重点的旅游服务地标。

图表 16: 大旅游大健康战略



来源: 国金证券研究所

### 国企改革加速推动资产证券化, 海南高速有望受益

- 随着国企改革大幕开启, 《中共中央, 国务院关于深化国有企业改革的指导意见》指出混合所有制改革在此轮国企改革中的重要位置。首先, 我国将鼓励非国有资本参与国有企业改革, 包括非国有资本参与国企改革或国有控股上市公司增资及企业经营管理, 同时, 在石油、天然气、电力、资源开发、公共事业等领域, 向非国有资本开放推出符合产业政策、有利于转型升级的项目。其次, 国企改革过程中, 我国也将鼓励国有资本入股非国有企业, 通过市场化方式, 在公共服务、高校技术、生态环保、战略性新兴产业为重点领域, 对部分具有发展潜力的非国有企业进行股权投资。
- 各地方国资委在此背景下加快国有企业资产证券化的节奏。海南省国有资产证券化率比较低, 国有主要上市平台只有包括海南高速、海峡股份、海

南航空及海南橡胶。海南国资委近些年积极支持企业上市或挂牌融资，全省境内上市公司将达到 29 家。未来极有可能通过并购重组、资产注入、整体上市等方式提升国有企业资产证券化率。公司作为省内少有的国有优质上市平台，有望从中受益。

图表 17: 海南国有上市平台

证券代码	证券简称	实际控制人名称 [日期] 最新
000886.SZ	海南高速	海南省交通运输厅
002320.SZ	海峡股份	海口市国有资产监督管理委员会
600221.SH	海南航空	海南省国有资产监督管理委员会
601118.SH	海南橡胶	海南省国有资产监督管理委员会

来源: wind, 国金证券研究所

- 我们列举了海南国资委下属优良的房地产、旅游相关的未上市企业，未来与公司有深入合作预期。

图表 18: 海南国资委控股部分公司

公司	公司简介
海南省免税品有限公司	公司为全国唯一一家地方省属国有独资免税品经营企业，在海南省范围从事离岛免税品特许经营。拥有国际化的采购、通关、招商专业团队。旗下有一家全资子公司海南免税云商网络有限公司，两家控股公司美兰机场免税店有限公司、海南海免观澜湖国际购物中心有限公司。
海南省旅游投资控股有限公司	公司是 2009 年成立的省属国有独资企业，成立的目的是充分发挥国有资本在国际旅游岛建设和旅游产业转型升级中的引导、支撑和放大作用。下属企业包括海南省中国国际旅行社、海南旅游投资服务公司、还拿明珠广场投资有限公司等。
海南省联合资产管理有限公司	公司是国有独资企业，主营投资与资产管理、金融服务、房地产酒店开发经营。
海南华盈投资控股有限公司	公司成立于 1999 年，是海南国资委出资设立的国有资产管理公司，下属 21 家全资子公司、5 家控股子公司、1 家托管控股子公司、3 家参股公司。主要涉及资产运营管理、商业物业经营、房地产开发、酒店、旅游、客运等方面。

来源: 海南国资委官网, 国金证券研究所

## 业绩预测

**交通运输业:** 公司根据之前签署的补偿协议确认补偿收入，所以未来几年该部分收入变化不大。

**房地产业务:** 根据海南上半年房地产市场来看，住宅销售量及销售单价都较上年度同期有较大幅度上涨。以海口为例，海口本年度前 5 个月的新建商品房销售量同比上涨 57%，销售价格同比上升 71%。预计公司全年房地产业务收入同比上升 70%，毛利率上升至 30%。

**旅游服务业:** 上半年全海南四星级酒店的酒店入住率与上年同期基本持平，由于公司酒店竞争力逐年下降，我们预计 16 年该业务营收同比微降 5%。

我们预计公司 2016-18 年归属母公司净利润为 8300 万、8400 万和 8700 万。

**图表 19：公司盈利预测**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>-40%</b>	<b>-29%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>
交通运输业	28%	44%	0%	0%	0%
房地产业	-54%	-70%	70%	30%	20%
旅游服务业	-9%	-5%	-5%	2%	2%
<b>毛利率</b>	<b>40%</b>	<b>48%</b>	<b>54%</b>	<b>53%</b>	<b>52%</b>
交通运输业	29%	57%	61%	61%	60%
房地产业	34%	-4%	30%	32%	34%
旅游服务业	84%	85%	85%	85%	85%

来源：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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>496</b>	<b>300</b>	<b>212</b>	<b>246</b>	<b>272</b>	<b>296</b>	货币资金	526	603	702	555	563	735
增长率		-39.6%	-29.2%	15.8%	10.9%	8.6%	应收款项	38	58	35	45	50	54
主营业务成本	-172	-178	-110	-112	-129	-143	存货	810	889	823	862	886	783
%销售收入	34.7%	59.6%	52.0%	45.7%	47.5%	48.3%	其他流动资产	739	640	473	417	428	436
毛利	324	121	102	133	143	153	流动资产	2,113	2,189	2,032	1,879	1,926	2,009
%销售收入	65.3%	40.4%	48.0%	54.3%	52.5%	51.7%	%总资产	65.7%	67.0%	65.0%	60.1%	59.8%	59.9%
营业税金及附加	-105	-21	-15	-17	-19	-21	长期投资	626	649	673	873	923	973
%销售收入	21.1%	6.9%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	固定资产	165	156	141	127	117	107
营业费用	-19	-18	-26	-14	-16	-17	%总资产	5.1%	4.8%	4.5%	4.1%	3.6%	3.2%
%销售收入	3.9%	5.9%	12.4%	5.9%	5.9%	5.9%	无形资产	265	226	259	228	237	245
管理费用	-84	-88	-81	-74	-82	-89	非流动资产	1,102	1,077	1,092	1,247	1,297	1,346
%销售收入	17.0%	29.2%	38.1%	30.0%	30.0%	30.0%	%总资产	34.3%	33.0%	35.0%	39.9%	40.2%	40.1%
息税前利润 (EBIT)	116	-5	-21	28	26	26	<b>资产总计</b>	<b>3,215</b>	<b>3,266</b>	<b>3,125</b>	<b>3,126</b>	<b>3,224</b>	<b>3,354</b>
%销售收入	23.3%	n.a	n.a	11.4%	9.6%	8.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	8	7	9	13	12	13	应付款项	288	429	495	419	427	465
%销售收入	-1.7%	-2.2%	-4.2%	-5.3%	-4.2%	-4.5%	其他流动负债	177	82	41	40	45	50
资产减值损失	-1	-2	-173	0	0	0	流动负债	465	511	535	459	472	514
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	49	55	51	55	60	65	其他长期负债	2	5	64	60	60	60
%税前利润	28.6%	88.4%	-25.5%	54.5%	58.3%	59.4%	<b>负债</b>	<b>466</b>	<b>515</b>	<b>600</b>	<b>519</b>	<b>532</b>	<b>575</b>
营业利润	171	55	-134	96	98	104	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,738</b>	<b>2,740</b>	<b>2,514</b>	<b>2,596</b>	<b>2,681</b>	<b>2,768</b>
营业利润率	34.5%	18.4%	n.a	39.0%	35.9%	35.3%	少数股东权益	11	11	11	11	11	11
营业外收支	-1	7	-66	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,215</b>	<b>3,266</b>	<b>3,125</b>	<b>3,126</b>	<b>3,224</b>	<b>3,354</b>
税前利润	170	63	-200	101	103	109							
利润率	34.3%	20.9%	n.a	41.1%	37.7%	37.0%	<b>比率分析</b>						
所得税	-35	-12	-27	-18	-19	-22		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	20.5%	19.3%	n.a	18.0%	18.0%	20.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	135	50	-227	83	84	87	每股收益	0.137	0.051	-0.229	0.084	0.085	0.088
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股净资产	2.769	2.771	2.543	2.626	2.711	2.799
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>136</b>	<b>50</b>	<b>-227</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>87</b>	每股经营现金净流	0.066	-0.100	-0.039	0.017	0.049	0.208
净利率	27.4%	16.8%	n.a	33.7%	30.9%	29.6%	每股股利	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	4.96%	1.84%	-9.02%	3.19%	3.15%	3.16%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	4.22%	1.54%	-7.26%	2.65%	2.62%	2.61%
净利润	135	50	-227	83	84	87	投入资本收益率	3.34%	-0.13%	-0.93%	0.88%	0.80%	0.75%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	61	62	230	53	55	57	主营业务收入增长率	44.54%	-39.58%	-29.17%	15.77%	10.90%	8.56%
非经营收益	-61	-67	-36	-60	-65	-70	EBIT 增长率	157.87%	-103.91%	360.55%	#####	-5.96%	-1.25%
营运资金变动	-70	-143	-6	-60	-26	132	净利润增长率	47.55%	-62.84%	N/A	N/A	1.88%	3.73%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>65</b>	<b>-99</b>	<b>-38</b>	<b>16</b>	<b>48</b>	<b>206</b>	总资产增长率	7.95%	1.57%	-4.32%	0.05%	3.12%	4.05%
资本开支	11	78	-1	-4	-50	-50	<b>资产管理能力</b>						
投资	-352	-233	63	-200	-50	-50	应收账款周转天数	5.2	25.4	41.8	35.0	35.0	35.0
其他	32	48	39	55	60	65	存货周转天数	1,570.8	1,737.4	2,827.8	2,800.0	2,500.0	2,000.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-309</b>	<b>-106</b>	<b>101</b>	<b>-149</b>	<b>-40</b>	<b>-35</b>	应付账款周转天数	232.9	324.3	651.0	500.0	400.0	400.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	121.2	190.6	242.0	188.1	157.1	132.6
债权募资	0	0	0	-4	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-1	-48	-1	-11	0	0	净负债/股东权益	-19.12%	-21.92%	-27.81%	-21.27%	-20.92%	-26.42%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>-48</b>	<b>-1</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	EBIT 利息保障倍数	-13.8	0.7	2.3	-2.1	-2.3	-1.9
<b>现金净流量</b>	<b>-245</b>	<b>-253</b>	<b>62</b>	<b>-148</b>	<b>8</b>	<b>172</b>	资产负债率	14.51%	15.77%	19.19%	16.61%	16.51%	17.15%

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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

**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