

大秦铁路 (601006.SH) 陆上运输行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

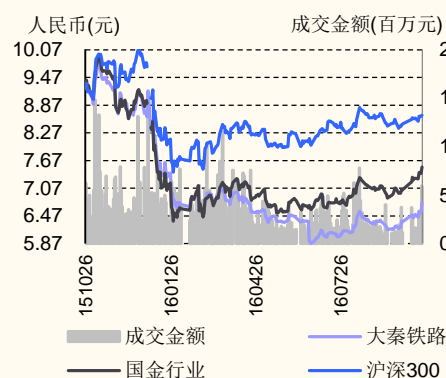
市场价格(人民币): 6.76元

煤运复苏迎来业绩拐点, 利空出尽静待估值修复

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)	14,866.79
总市值(百万元)	100,499.51
年内股价最高最低(元)	9.86/5.87
沪深300指数	3327.74
上证指数	3090.94



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.954	0.851	0.502	0.603	0.677
每股净资产(元)	5.64	5.99	6.27	6.54	6.83
每股经营性现金流(元)	1.16	0.95	0.06	1.23	0.75
市盈率(倍)	11.17	10.13	13.46	11.21	9.98
行业优化市盈率(倍)	15.65	16.91	19.70	19.70	19.70
净利润增长率(%)	11.77%	-10.84%	-40.98%	20.12%	12.27%
净资产收益率(%)	16.93%	14.19%	8.01%	14.60%	15.12%
总股本(百万股)	14,866.79	14,866.79	14,866.79	14,866.79	14,866.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **煤运业务是主要收入来源, 核心资产大秦线牢据“三西”煤运大通道:** 铁路货物运输是公司最主要的业务, 运输的货品以煤炭为主, 2015年货运收入占公司主营业务收入的81.31%, 煤炭运量占货物发送总量的88.1%。公司管内大秦铁路是中国第一条单元电气化重载运煤专线, 是山西、陕西、内蒙古西部煤炭外运的主通道, 煤炭发送量占全国铁路煤炭发送量1/4的水平。
- **量价双杀导致上半年业绩下滑:** 随着供给侧结构性改革推进, 煤炭整体需求疲软对公司的煤炭运量产生负面影响, 上半年降水量激增导致的水电替代效应、朔黄铁路分流效应以及管内汽运的内部分流更可谓雪上加霜。此外, 铁总年初下调煤炭运价每吨公里1分钱, 进一步加大了对公司业绩的冲击。量价双杀导致公司上半年业绩下滑十分明显, 2016H1公司货物周转量同比下滑25.7%, 净利润同比下滑50.4%, 市场普遍持悲观态度。
- **煤炭市场回暖利空基本出尽, 公司业绩有望企稳反弹:** 随着煤炭市场的复苏, 9月大秦线货运量较上月增加64万吨, 同比去年同期降幅收窄到5%左右, 初显业绩触底后的反弹迹象。运量方面, 上半年拉低业绩的主因水电替代和朔黄分流均属非持续性影响, 公路治超新规带来运量回流利好; 运价方面, 铁路市场化改革预期加大, 如果煤炭铁路运价上调1分钱, 将额外增厚公司17年利润20亿。长远来看, 煤炭库存创多年新低显示煤炭需求有较强支撑, 公司业绩反弹理由充足, 预计17年较16年净利润同比增长20%。
- **目前股价充分反映悲观预期, 静待估值修复:** 诸多利空皆已落地, 当前估值充分反映悲观预期, 公司PB为1.17倍, 估值折价显著。中长期看, 大秦线主干线具有良好的规模效应, “三西”煤运主通道地位不会动摇, 公司整体货运量有望企稳。公司多年来50%的分红比例保证了稳定在6%-7%的高股息收益率, 在当前无风险利率下行的环境下, 可以作为长期投资进行配置。

投资建议

- 公司利空已经基本出尽, 煤炭行业的复苏回暖和铁路改革预期将给公司未来业绩带来较大的利润弹性。目前公司PB 1.17倍, 股息率稳定在6%-7%, 估值折价显著, 安全边际突出。预计公司16-18年分别为EPS 0.50/0.60/0.68元, 对应PE为13/11/10倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 煤炭需求疲软持续; 铁路改革不及预期。

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

内容目录

公司介绍	4
煤炭铁路运输是最主要的收入来源	4
股权结构	4
量价双杀效应，业绩下滑明显	5
供给侧改革推进，煤炭需求低迷降低运输量	5
铁总下调煤炭运费影响显著	6
非持续性因素负面影响逐渐消除	7
历史性多雨水推动水电高峰，预期替代效应将反转	7
朔黄铁路分流存在天花板，新增运需仍有希望依赖大秦	7
股价触底利空出尽，有望迎来估值修复	8
煤炭行业复苏，公司业绩触底反弹	8
铁路改革成为催化剂，市场化定价提升利润	10
股价充分反映悲观预期，估值修复可以期待	11
盈利预测及投资评级	12
核心假设	12
估值及投资评级	12

图表目录

图表 1：2015 年公司收入结构	4
图表 2：2015 年公司货物发送量结构	4
图表 3：公司与控股股东及实际控制人之间的产权关系	5
图表 4：2016 年中报披露的公司十大股东明细	5
图表 5：煤炭需求疲弱降低公司货物运输量（单位：万吨）	6
图表 6：铁路货运煤炭特殊运价（元/吨）	6
图表 7：公司营业收入（单位：百万元）	7
图表 8：公司归母净利润（单位：百万元）	7
图表 9：全国降水量与水电产量变动情况	7
图表 10：水电产量与火电产量变动情况	7
图表 11：朔黄、准池、大秦等铁路线路	8
图表 12：大秦线煤炭运量	8
图表 13：黄骅港与秦皇岛港的煤炭运量	8
图表 14：黄骅港与秦皇岛港的历史最大疏运量对比	8
图表 15：公司核心资产大秦线货运量当月值	9
图表 16：6 大发电集团煤炭合计库存（单位：万吨）	9
图表 17：秦皇岛港煤炭库存（单位：万吨）	9
图表 18：中国煤炭价格指数:全国综合	10

图表 19: 中国煤炭价格指数:华北	10
图表 20: 太原局、郑州局、西安局、乌鲁木齐局对煤炭铁路运费进行了上调	10
图表 21: 基于 2016 年煤炭周转量估计运价提升的影响.....	11
图表 22: 不同周转量情况下提价带来的公司净利提升	11
图表 23: 公司股价与上证综指	11
图表 24: 大秦铁路(601006)市净率 PB.....	12
图表 25: 大秦铁路(601006)市盈率 PE(TTM).....	12

公司介绍

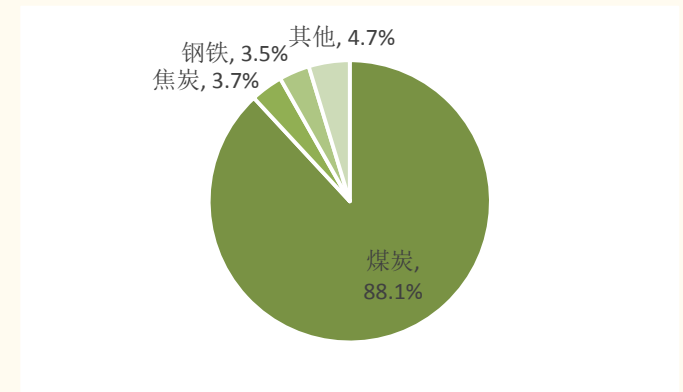
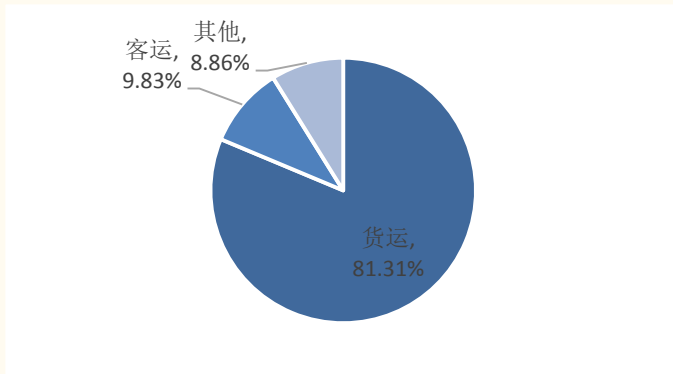
煤炭铁路运输是最主要的收入来源

- 公司是中国第一家以铁路网核心主干线为公司主体的股份公司，公司管辖京包、北同蒲、大秦三条铁路干线，口泉、云冈、宁岢、平朔四条支线，衔接神朔、大准、宁静、蓟港四条地方铁路，区跨山西、河北、北京、天津两省两市。公司管内大秦铁路是中国第一条单元电气化重载运煤专线，是山西、陕西、内蒙古西部煤炭外运的主通道，主要用户包括中西部各大煤企、全国四大电网、五大发电集团、十大钢铁公司和数以万计的工矿企业。
- 公司主要经营铁路客、货运输业务。其中，铁路货物运输是公司最主要的业务，2015 年货运收入占公司主营业务收入的 81.31%。运输的货品以煤炭为主，主要用于火力发电，运送的其他货品还包括焦炭、钢铁、矿石等大宗物资以及零散货物、集装箱等。铁路旅客运输方面，公司担当开行多列太原、大同等地至全国大部分省市、自治区的普通旅客列车及高铁列车，2015 年客运收入占公司主营业务收入的 9.83%。

公司在自营铁路客货运输的同时，也向其他铁路运输企业提供服务，主要包括机车牵引、货车使用、线路使用、货车修理、委托运输管理等，并收取相关费用。

图表 1：2015 年公司收入结构

图表 2：2015 年公司货物发送量结构



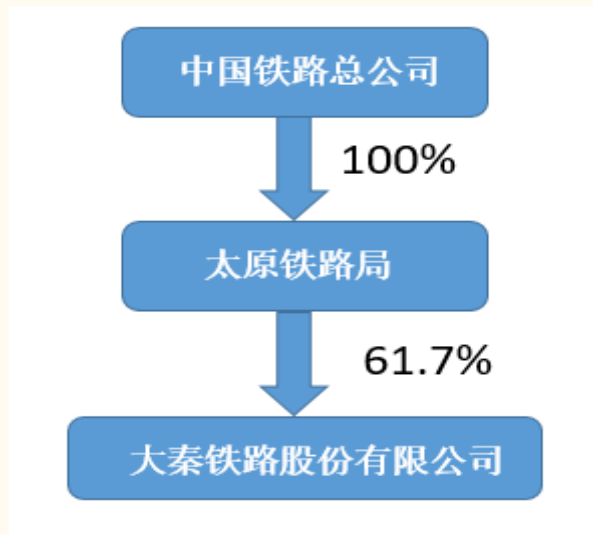
来源：公司年报、国金证券研究所

来源：公司年报、国金证券研究所

股权结构

- 公司的控股股东为太原铁路局，控制公司 61.7% 的股份。实际控制人为中国铁路总公司。

图表 3：公司与控股股东及实际控制人之间的产权关系



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 4：2016 年中报披露的公司十大股东明细

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
1	太原铁路局	917209.4	61.70
2	中国证券金融股份有限公司	46492.1	3.13
3	中央汇金资产管理有限责任公司	20415.5	1.37
4	香港中央结算有限公司(沪股通)	16456.2	1.11
5	河北港口集团有限公司	15870.3	1.07
6	中国太平洋人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	11622.9	0.78
7	中国中煤能源集团有限公司	9751.6	0.66
8	中国银行股份有限公司-招商丰庆灵活配置混合型发起式证券投资基金	9176.7	0.62
9	国泰君安证券股份有限公司	8299.4	0.56
10	中国铁路建设投资公司	7971.9	0.54
	合计	1063265.7	71.54

来源：wind、国金证券研究所

量价双杀效应，业绩下滑明显

供给侧改革推进，煤炭需求低迷降低运输量

- 从公司的收入结构来看，货运业务是公司主要收入来源，而货运中煤炭运输又占到绝大多数，因此煤炭市场的供需波动对公司经营业绩影响较大。
- 随着供给侧结构性改革“三去一降一补”等各项政策措施的落实推进，钢铁等高耗煤行业产量有所下降。国家统计局数据显示，上半年国内粗钢产量同比下降 1.1%。加上进口煤炭小幅回升，共同导致国内煤炭需求进一步回落。2016 年上半年国内煤炭消费 18.1 亿吨，同比减少 8800 万吨，下降 4.6%。其中，电力行业耗煤 8.8 亿吨，同比下降 5.8%；钢铁行业耗煤 3.1 亿吨，同比下降 4.6%；其它行业耗煤 2.5 亿吨，同比下降 9.9%。

需求低迷使得公司主要货源地煤炭销量持续下滑，对铁路煤炭运输的需求进一步减弱。另一方面，张唐、准池铁路开通运营后，分流了部分原经大秦线运送的蒙西地区煤炭货源；加之油价持续走低等因素，煤炭汽运综合物流成本下降，管内汽运煤炭量有所增加。经济吸引区内竞争加剧，致使大秦线运量继续缩减。

公司货物发送量完成 22038 万吨，同比下降 21.6%；货物运输量 29635 万吨，同比下降 16.7%；换算周转量 1341 亿吨公里，同比下降 25.8%。核心经营资产大秦线货物运输量 15774 万吨，同比下降 23.4%。

图表 5：煤炭需求疲弱降低公司货物运输量（单位：万吨）

	2016H1	2015H1	变动比例
货物发送量	22038	28115	-21.6%
其中：煤炭	19305	24728	-21.9%
货物到达量	11775	15884	-25.9%
其中：煤炭	10079	14335	-29.7%
货物运输量	29635	35594	-16.7%
其中：煤炭	23023	29205	-21.2%
换算周转量（亿吨公里）	1341	1808	-25.8%
其中：货物周转量（亿吨公里）	1301	1751	-25.7%

来源：公司公告、国金证券研究所

铁总下调煤炭运费影响显著

- 自 2016 年 2 月 4 日起，中国铁路总公司下调煤炭运价，每吨公里降低 1 分钱。近十年来，铁路货运价格基本每年调整一次，经过 12 次运价上调之后，这是第一次下调，幅度为 10%。

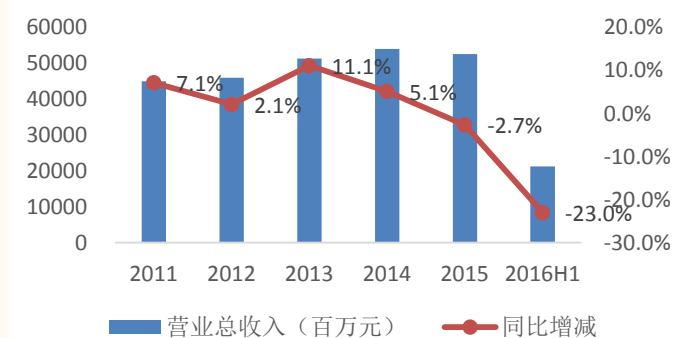
图表 6：铁路货运煤炭特殊运价（元/吨）

调整时间	铁路货运煤炭特殊运价（元/吨公里）
1996-04-01	0.0690
1997-06-01	0.0690
1998-04-01	0.0740
2000-07-01	0.0740
2003-12-16	0.0740
2005-04-01	0.0751
2006-04-10	0.0751
2007-11-05	0.0751
2008-07-01	0.0751
2009-12-13	0.0751
2011-04-01	0.0751
2012-05-20	0.0751
2013-02-20	0.0751
2014-02-15	0.0901
2015-08-01	0.1001
2016-02-04	0.0901

来源：wind、国金证券研究所

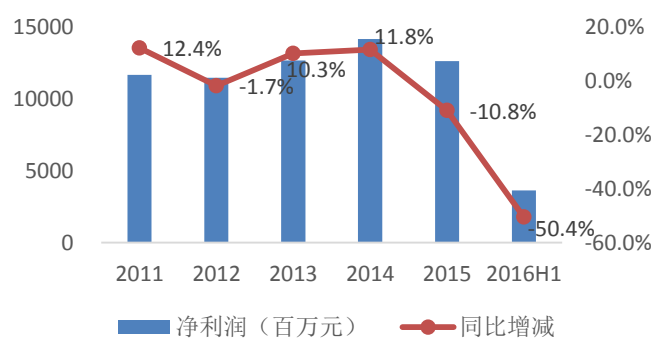
- 虽然运价对货运量有一定的回流效应，但显然产生的冲击更加明显。在量价齐跌的双击效应的影响下，2016 年上半年，公司实现营业收入 212.25 亿元，较去年同期减少 23.0%，归母净利润仅 36.80 亿元，较去年同期减少 50.4%，已经是腰斩。公司业绩下滑十分明显。

图表 7：公司营业收入（单位：百万元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 8：公司归母净利润（单位：百万元）



来源：wind、国金证券研究所

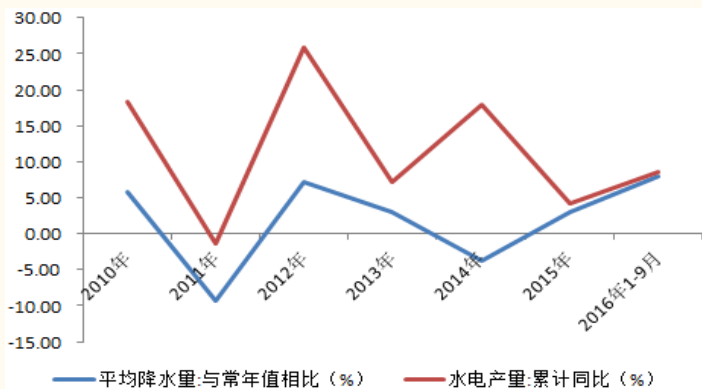
非持续性因素负面影响逐渐消除

历史性多雨水推动水电高峰，预期替代效应将反转

- 历史上全国降水量与水电发电量的增速变动方向基本一致。2016 年上半年入汛以来，全国平均降水量比常年同期偏多 2 成以上，直接导致了水电发电量的激增，2016 年上半年水电发电量达到了历史新高 4811 亿千瓦时，对火电形成了极具冲击的替代效应。

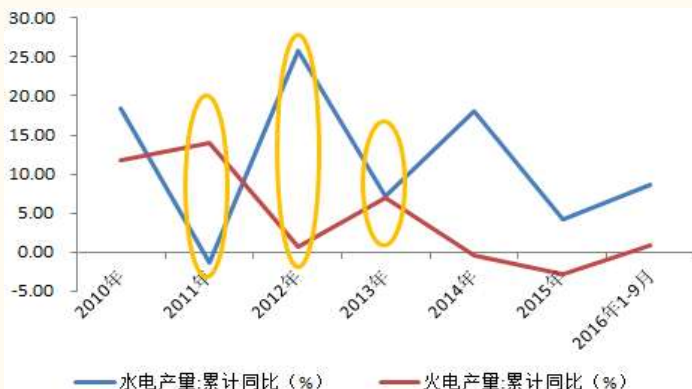
煤炭作为火电的主要原料来源，其需求量在上半年受到压制，对依赖煤炭运输的大秦铁路形成了较大的影响。但考虑到降水量“大小年”的经验及高降水量作为偶发因素的特点，明年火电有较大可能崛起。

图表 9：全国降水量与水电产量变动情况



来源：wind、国金证券研究所

图表 10：水电产量与火电产量变动情况



来源：wind、国金证券研究所

朔黄铁路分流存在天花板，新增运需仍有希望依赖大秦

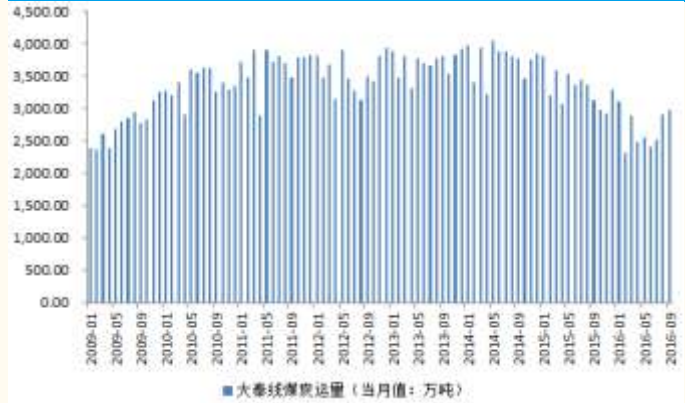
- 2016 年上半年大秦线实现货运量 1.58 亿吨，同比下降 23.4%；受货运下降影响，公司主业毛利率 17.97%，同比下降 16.07%。影响因素除已探讨的水电替代外，更为主要的是朔黄铁路分流的影响。

大秦铁路与朔黄铁路在“三西煤炭”的外运市场上构成竞争。2015 年神华集团新建的巴准、准池等铁路陆续投入运行，为朔黄铁路联通煤炭产地进一步提供了便利，提升了朔黄铁路的运输能力；同时，神华集团煤电运一体化的经营模式赋予了朔黄铁路相对优势，导致上半年大秦线出现了超预期的分流，尽管上半年公司依靠参股 41.6%，获得了朔黄铁路贡献的投资收益 13.60 亿元，但显然未能弥补因分流降低公司货运量导致的损失。

图表 11: 朔黄、准池、大秦等铁路线路



图表 12: 大秦线煤炭运量



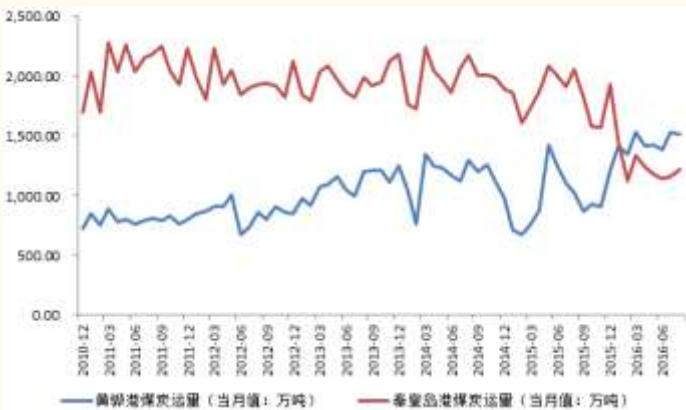
来源: 中国神华 2016 半年报、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

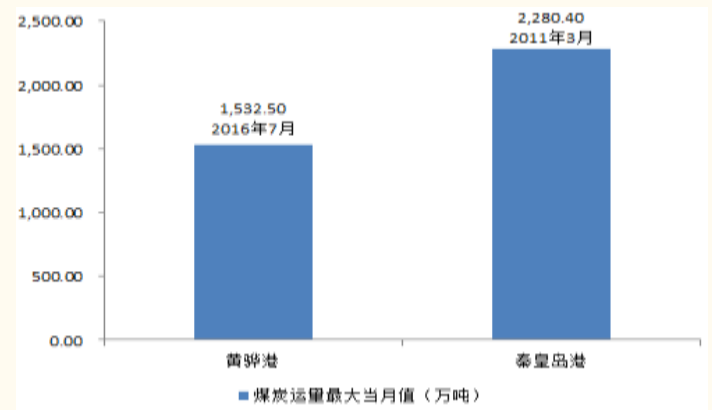
- 尽管朔黄铁路来势汹汹，但考虑到其下水港口黄骅港目前的疏运能力，其对大秦线的分流是不可持续的。

受到朔黄分流的影响，大秦线的下水港口秦皇岛港 2016 年 1-6 月的煤炭总运量同比下降 33%，而黄骅港同比上升 49%。但是，可以观察到，黄骅港的煤炭运量似乎已进入了平台期，始终未突破 1600 万吨。这表明黄骅港的疏运能力有限，可接受的煤炭运量可能已到达上限，如果港口条件得不到改善，朔黄铁路对大秦线的分流不能持续进行。考虑到煤炭需求量增长的可能，新增运量可能回归大秦线。

图表 13: 黄骅港与秦皇岛港的煤炭运量



图表 14: 黄骅港与秦皇岛港的历史最大疏运量对比



来源: wind、国金证券研究所

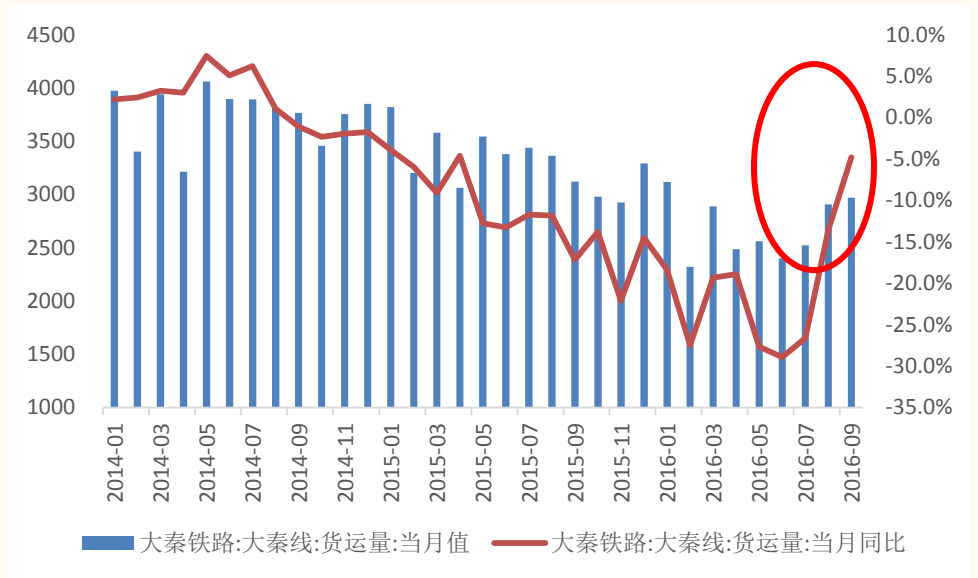
来源: wind、国金证券研究所

股价触底利空出尽，有望迎来估值修复

煤炭行业复苏，公司业绩触底反弹

- 从目前来看，公司的业绩已经触底，尤其是最重要的煤炭运量已经处于跌无可跌的状态。从公司公布的月度经营数据来看，公司的核心资产大秦线货运量从 8 月份开始回升，9 月大秦线完成货物运输量 2971 万吨，较上月增加 64 万吨，增长 2.2%。排除季节因素的影响，同比降幅也在收窄。9 月份大秦线的货运量相比去年同期降幅收窄到 5% 左右，而从今年年初开始货运量的降幅一直在 20%-30% 之间。这反映出公司的业绩已经基本触底，下滑趋势变缓，有反弹的迹象。

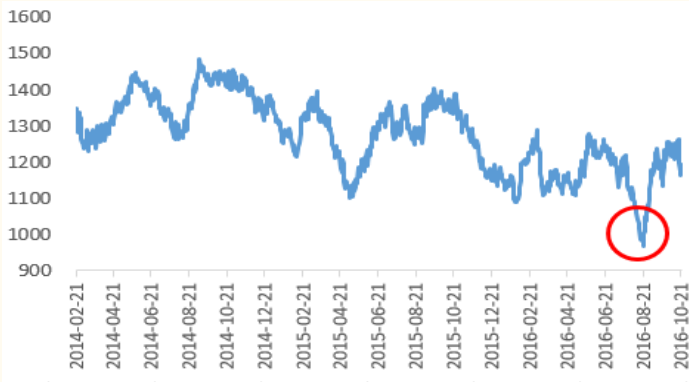
图表 15: 公司核心资产大秦线货运量当月值



来源: wind、国金证券研究所

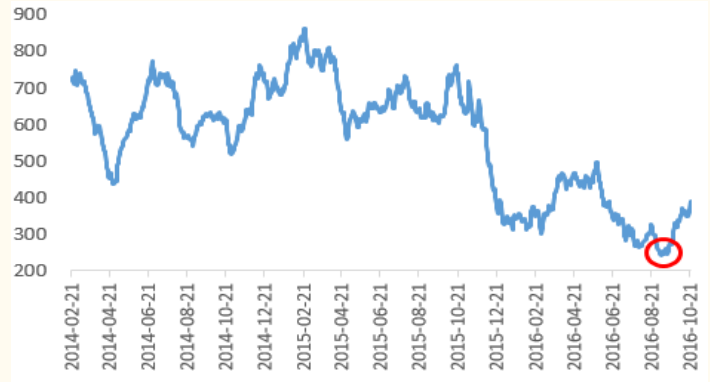
- 秦皇岛港和六大发电集团的库存创多年新低，而近几个月来煤炭价格提升明显。高煤价低库存显示出煤炭需求在现阶段存在较强支撑，用煤需求继续恶化的可能性较低。煤炭行业的回暖对公司未来业绩的提升也有着推动作用。

图表 16: 6 大发电集团煤炭合计库存 (单位: 万吨)



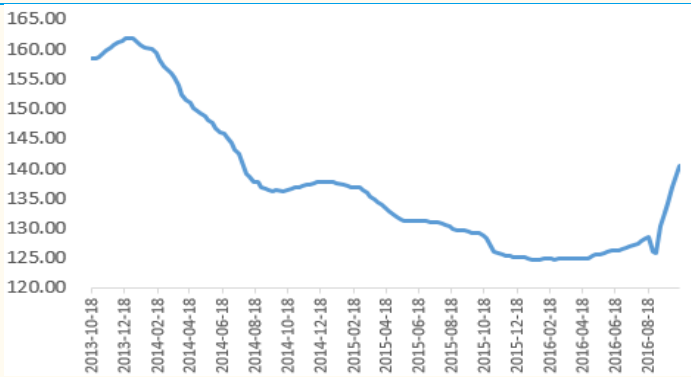
来源: wind、国金证券研究所

图表 17: 秦皇岛港煤炭库存 (单位: 万吨)

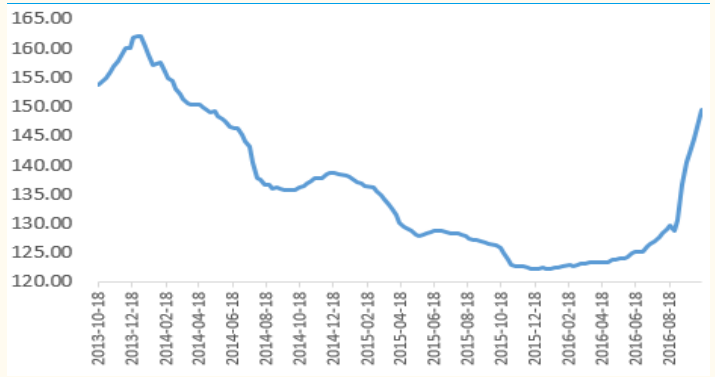


来源: wind、国金证券研究所

图表 18: 中国煤炭价格指数:全国综合



图表 19: 中国煤炭价格指数:华北



来源: wind、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

铁路改革成为催化剂，市场化定价提升利润

- 铁总在 2016 年一季度债务总额突破 4 万亿大关，2015 年铁总全年净利润为 6.81 亿元，全年归还利息 779 亿元，财务压力巨大，铁路改革势在必行。参考国外经验，铁路改革方向主要有政企分离、运营模式改革、投融资体制改革、运价改革、多元化改革及货运组织改革等方面。10 月 9 日，中铁总在全路电话工作会议中公布，中铁总总经理由交通运输部副部长、国家铁路局局长陆东福接任，原总经理盛光祖退休。预计铁总换届后，铁路改革有望加速，铁路行业关注度将提升。
- 而具体到运价体制改革，预计未来货运会更加遵循市场灵活定价。其实早在 2016 年 3 月 18 日，中国铁路总公司发布《关于推进铁路供给侧改革，深化现代物流建设若干措施的通知》，以煤炭、冶炼物资为重点，鼓励铁路运输企业进一步深化货运改革，可根据市场情况合理调整运价，其中煤炭运价上浮不超过 20%。

2016 年 9 月 21 日新修订的《超限运输车辆行驶公路管理规定》开始实施，可以被称为“史上最严的超限规定”。受汽运成本增加因素影响，叠加大秦线开始检修，导致火车运力有限，在冬储行情的支撑下，短期铁路运输市场或呈偏紧状态。鉴于这种情形，近期太原局、郑州局、西安局及乌鲁木齐局分别对煤炭铁路运费进行了上调，太原局管内煤炭运价暂不作调整。

图表 20: 太原局、郑州局、西安局、乌鲁木齐局对煤炭铁路运费进行了上调

铁路局	调整具体内容
太原局	对实行统一运价的营业线整车煤炭运输运价水平恢复至国家规定的基准运价率，吨公里增加 1 分，太原局管内整车煤炭运输运价暂不作调整。10 月 10 日 18:00 起执行。
乌鲁木齐局	对 2016 年四季度煤炭货运价格策略调整为，出局煤炭整车运价在标准运价基础上上浮 5%；神华新疆能源销售有限公司、潞安新疆煤化工（集团）有限公司发往兰州以西整车煤炭暂不执行竞争性一口价。
西安局	10 月 11 日起，取消整车煤运输每吨公里下调 1 分优惠。
郑州局	10 月 11 日起，对实行统一运价的营业线整车煤炭运输运价水平恢复至国家规定的基准运价率，对国铁控股合资铁路的整车煤运输运价水平恢复国家规定的基准运价率。

来源: 中国煤炭资源网、国金证券研究所

未来来看，太原局管内的煤炭运价不排除有调整的可能。但不管怎样，煤炭行业复苏，运价下调的可能性已经不大。如果大秦铁路明年煤炭运价每吨公里调高 1 分钱，排除以 2016 年的煤炭周转量来估计，预计 2017 年提价给公司带来增厚的净利润 18 亿元。

图表 21: 基于 2016 年煤炭周转量估计运价提升的影响

2015 年货物周转量 (亿吨公里)	3293
假设 2016 年货物周转量同比增减	-20%
2016 年货物周转量 (亿吨公里)	2634
假设煤炭周转量占比	88%
2016 年煤炭周转量 (亿吨公里)	2318
提价增厚税后利润 (亿元)	18

来源: 公司公告、国金证券研究所

这仅仅是基于煤炭运量不变的情形, 而如果随着煤炭行业复苏, 运量得到恢复, 那么公司业绩的提升将更加可观。假设 2017 年煤炭周转量相比 2016 年的同比增减在-10%-20%之间, 来观察提价后增厚的利润。公司的煤运量 2017 年比 2016 年大概率会有提升, 也就是说提价将增厚公司 20 亿左右的净利润。

图表 22: 不同周转量情况下提价带来的公司净利提升

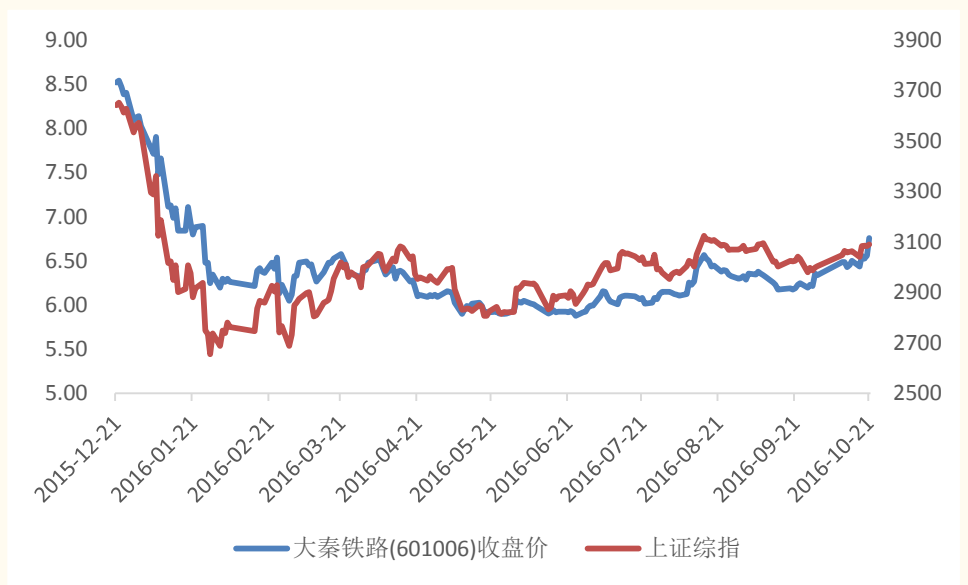
2017 年煤炭周转量同比 2016 年增减	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
2017 年煤炭周转量 (亿吨公里)	2086	2202	2318	2434	2550	2666	2782
提价增厚税后利润 (亿元)	16.27	17.18	18.08	18.98	19.89	20.79	21.70

来源: 国金证券研究所

股价充分反映悲观预期, 估值修复可以期待

- 从 2016 年初看到 10 月, 公司的股价受年初大盘的系统性风险和公司业绩明显下滑预期的拖累, 股价在很长时间一直处于相对低位。

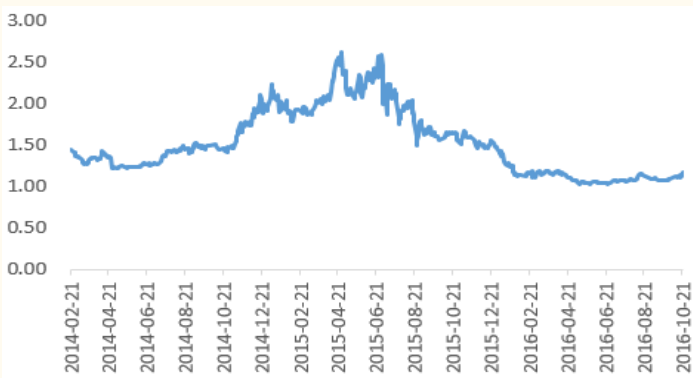
图表 23: 公司股价与上证综指



来源: wind、国金证券研究所

纵向对比公司的 PE 和 PB 已经处于历史低位, 目前公司 PB 为 1.17, 6 月份最低曾经仅仅为 1.03, 接近破净。可以说公司当前的股价已经充分反映了悲观的预期。

图表 24: 大秦铁路(601006)市净率 PB



图表 25: 大秦铁路(601006)市盈率 PE(TTM)



来源: wind、国金证券研究所

来源: wind、国金证券研究所

- 从中长期看, 大秦线、朔黄线等主干线具有良好的规模效应, 煤炭大通道地位不会动摇, 在现有煤炭行业格局下, 业务量将趋于稳定, 占比将保持稳定或小幅上升, 煤炭发送量占全国铁路煤炭发送量的比例有望维持 1/4 的水平。因此公司所拥有的核心资产大秦线战略地位依然十分突出, 量价双杀之后随着煤炭行业回暖将会有恢复性的增长, 同时铁路改革也成为公司发展的催化剂。随着诸多利空已经落地, 公司的整体货运量有望企稳。

另一方面, 公司当前估值水平已经充分反映悲观预期, 业绩企稳有望迎来估值修复。公司多年来维持 50%分红比例保证股息收益率持续在 5-7%, 在当前无风险利率下行环境下, 可以作为长期投资进行配置。

盈利预测及投资评级

核心假设

- 2016H1 公司货运运输量同比下滑 16.7%, 其中煤炭运输量同比下滑 21.2%。随着煤炭市场的复苏, 预计下半年运量降幅逐渐收窄。
- 随着水电高峰、朔黄分流等非持续性影响逐步消除, 同时煤炭大环境回暖, 2017 年公司货物运输量有望企稳并逐渐开始回升。

估值及投资评级

- 预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 433.70/486.54/509.80 亿元, 净利润分别为 74.64/89.67/100.67 亿元, 折合 EPS 0.50/0.60/0.68 元, 对应 PE 为 13/11/10 倍。
- 公司利空已经基本出尽, 煤炭行业的复苏回暖和铁路改革预期将给公司未来业绩带来较大的利润弹性。目前公司 PB 1.17 倍, 股息率稳定在 6%-7%, 估值折价显著, 安全边际突出。首次覆盖给予“买入”评级。

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
主营业务收入	51,343	53,971	52,531	43,370	48,654	50,980	货币资金	8,785	9,639	8,238	5,334	22,442	30,984
增长率	5.1%	-2.7%	-17.4%	12.2%	4.8%		应收款项	2,513	3,329	4,291	10,949	14,236	15,196
主营业务成本	-32,307	-33,735	-36,978	-35,130	-38,643	-39,802	存货	1,787	1,686	1,709	1,732	2,012	2,181
%销售收入	62.9%	62.5%	70.4%	81.0%	79.4%	78.1%	其他流动资产	1,509	1,798	1,631	1,713	1,673	1,689
毛利	19,036	20,235	15,553	8,240	10,011	11,178	流动资产	14,594	16,450	15,870	19,729	40,363	50,050
%销售收入	37.1%	37.5%	29.6%	19.0%	20.6%	21.9%	%总资产	14.0%	15.5%	13.9%	15.3%	29.1%	33.7%
营业税金及附加	-1,530	-220	-199	-160	-180	-189	长期投资	16,672	17,800	18,490	18,490	18,490	18,490
%销售收入	3.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	67,068	66,621	74,690	75,419	75,896	76,386
营业费用	-189	-180	-210	-195	-219	-229	%总资产	64.5%	62.7%	65.2%	58.3%	54.8%	51.4%
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	4,306	4,169	4,024	3,940	3,851	3,803
管理费用	-3,152	-3,735	-587	-542	-608	-637	非流动资产	89,361	89,884	98,679	109,601	98,237	98,680
%销售收入	6.1%	6.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	86.0%	84.5%	86.1%	84.7%	70.9%	66.3%
息税前利润 (EBIT)	14,165	16,101	14,557	7,343	9,004	10,123	资产总计	103,955	106,334	114,549	129,329	138,600	148,730
%销售收入	27.6%	29.8%	27.7%	16.9%	18.5%	19.9%	短期借款	7,494	4,998	35	60	65	70
财务费用	-664	-479	-219	-452	-372	-299	应付款项	9,595	9,506	9,077	8,095	8,065	7,849
%销售收入	1.3%	0.9%	0.4%	1.0%	0.8%	0.6%	其他流动负债	2,561	4,236	6,466	17,031	19,850	19,584
资产减值损失	0	-5	0	0	0	0	流动负债	19,649	18,740	15,578	25,186	27,980	27,503
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	686	1,013	5,590	6,590	6,490	6,390
投资收益	2,693	2,540	2,098	2,700	3,000	3,200	其他长期负债	6,352	2,583	2,770	2,909	5,427	11,732
%税前利润	16.8%	14.1%	12.8%	28.4%	26.0%	24.7%	负债	26,687	22,337	23,938	34,685	39,897	45,625
营业利润	16,194	18,158	16,436	9,591	11,632	13,024	普通股股东权益	77,073	83,799	89,112	93,195	97,215	101,592
营业利润率	31.5%	33.6%	31.3%	22.1%	23.9%	25.5%	少数股东权益	195	199	1,498	1,448	1,488	1,513
营业外收支	-124	-88	-80	-85	-85	-85	负债股东权益合计	103,955	106,334	114,549	129,329	138,600	148,730
税前利润	16,071	18,069	16,355	9,506	11,547	12,939	比率分析						
利润率	31.3%	33.5%	31.1%	21.9%	23.7%	25.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-3,376	-3,880	-3,701	-2,091	-2,540	-2,847	每股指标						
所得税率	21.0%	21.5%	22.6%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.854	0.954	0.851	0.502	0.603	0.677
净利润	12,695	14,189	12,655	7,414	9,007	10,092	每股净资产	5.184	5.637	5.994	6.269	6.539	6.833
少数股东损益	3	4	7	-50	40	25	每股经营现金净流	0.993	1.165	0.950	0.057	1.228	0.752
归属于母公司的净利润	12,692	14,185	12,648	7,464	8,967	10,067	每股股利	0.430	0.480	0.340	0.350	0.400	0.450
净利率	24.7%	26.3%	24.1%	17.2%	18.4%	19.7%	回报率						
							净资产收益率	16.47%	16.93%	14.19%	8.01%	14.60%	15.12%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.21%	13.34%	11.04%	5.22%	6.25%	6.78%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	12.37%	14.05%	11.70%	6.93%	7.39%	7.83%
净利润	12,695	14,189	12,655	7,414	9,007	10,092	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.71%	5.12%	-2.67%	-17.44%	12.18%	4.78%
非现金支出	4,852	4,972	5,170	5,231	5,181	5,218	EBIT 增长率	4.30%	13.67%	-9.59%	-49.56%	22.62%	12.43%
非经营收益	-1,976	-2,099	-1,790	-3,417	7,577	-2,764	净利润增长率	10.34%	11.77%	-10.84%	-40.98%	20.12%	12.27%
营运资金变动	-811	251	-1,917	-8,386	-3,503	-1,361	总资产增长率	3.55%	2.29%	7.73%	2.42%	0.04%	4.23%
经营活动现金净流	14,760	17,313	14,118	842	18,262	11,186	资产管理能力						
资本开支	-4,719	-5,465	-5,779	-2,556	-2,089	-2,262	应收账款周转天数	14.7	14.9	17.5	27.0	38.0	40.0
投资	-233	-199	-1,696	-1,524	-1,388	-1,673	存货周转天数	19.5	18.8	16.8	18.0	19.0	20.0
其他	1,455	1,493	1,826	2,700	3,000	3,200	应付账款周转天数	41.3	40.6	34.9	35.0	32.0	30.0
投资活动现金净流	-3,498	-4,171	-5,649	-1,380	-477	-735	固定资产周转天数	455.5	427.9	485.3	529.2	437.0	383.7
股权募资	0	0	3	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-3,314	-5,172	-2,301	5,628	4,982	4,390	净负债/股东权益	5.67%	-4.32%	-2.88%	6.27%	17.35%	17.37%
其他	-7,000	-7,117	-7,802	-5	-5,660	-6,298	EBIT 利息保障倍数	21.3	33.6	66.4	16.2	5.6	7.8
筹资活动现金净流	-10,314	-12,288	-10,100	5,623	-678	-1,908	资产负债率	25.67%	21.01%	20.90%	52.04%	48.27%	46.34%
现金净流量	948	853	-1,631	-2,904	17,108	8,543							

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

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