

广深铁路 (601333.SH) 公路铁路

评级: 买入 维持评级

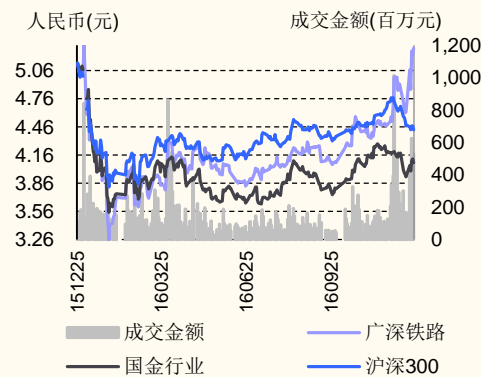
公司研究

市场价格(人民币): 5.30元
目标价格(人民币): 7.00-8.00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)	5,652.24
流通港股(百万股)	1,431.30
总市值(百万元)	37,542.75
年内股价最高最低(元)	5.33/3.26
沪深300指数	3307.60
上证指数	3110.15



搭乘铁改列车, 期待焕发二次生机

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.093	0.151	0.189	0.224	0.253
每股净资产(元)	3.78	3.88	4.02	4.19	4.39
每股经营性现金流(元)	0.30	0.32	0.31	0.41	0.45
市盈率(倍)	48.36	33.14	28.11	23.62	20.93
行业优化市盈率(倍)	15.65	16.91	13.10	13.10	13.10
净利润增长率(%)	-48.03%	61.75%	24.71%	19.00%	12.88%
净资产收益率(%)	2.48%	3.90%	4.69%	5.35%	5.76%
总股本(百万股)	7,083.54	7,083.54	7,083.54	7,083.54	7,083.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **铁路运营服务驱动收入, 成本控制效果显著:** 受益高铁高速增长, 铁路运营服务成为收入增长新驱动因素, 2016年上半年, 贡献营业收入增长93.6%。但营业收入总体缓慢增长, 公司面对业绩压力, 采取了一系列成本控制措施, 效果显著。2016年前三季度, 公司营业成本为110.0亿元, 同比增长12.5%, 营业利润率企稳回升, 达到11.7%, 同比增长1.1个百分点。同时净利润大幅增长, 2016年前三季度, 净利润10.9亿元, 同比增长23.4%。
- **客运提价蓄势待发, 大幅增厚公司业绩:** 铁总业绩惨淡, 负债高企, 资金压力巨大, 迫使铁总加快铁改进程。2016年中央经济工作会议中明确提出, 铁路混改将迈出实质性步伐。客运票价已20年未涨, 也远低于其他客运出行方式, 早已无法适应铁路行业发展。铁路改革, 客运提价首当其冲。广深铁路由于客运收入占比高, 净利润对客运提价的敏感度较高, 尤其是长途车提价。经测算, 若长途车提价10%, 公司净利润会增厚27%。
- **资产注入助力公司业务发展:** 广深铁路资产相对集团占比较小, 作为广州铁路(集团)公司唯一上市平台, 注入集团资产, 可以解决集团与上市公司竞争的不利影响。并且如果优良资产能够注入广深铁路上市, 预计将助力公司业绩登上更高的台阶。公司已拟购买广铁集团、广梅汕和三茂分别所属的相关铁路运营资产, 扩大业务范围。铁路资产证券化加速, 是潜在利好。
- **铁路土地综合开发价值巨大:** 国务院明确支持盘活存量铁路用地, 鼓励新建铁路站场实施土地综合开发。公司土地约1,181万平方米, 其中约350万平方米土地可用作商业、住宅或工业开发。现土地使用权账面价值16.5亿元。保守估计, 土地开发价值约为350亿。若能借助铁改机遇, 盘活公司铁路用地, 价值巨大。

投资建议

- 公司目前PB约为1.3倍, 处于历史较低水平。公司成本控制良好, 利润率缓慢回升。铁路客运提价、资产注入和公司土地的综合利用开发, 三重催化公司未来业绩, 为估值提供充分想象空间。不考虑铁路改革利好, 我们预测公司2016-2018年EPS分别为0.19元、0.22元、0.25元, 对应PE分别为28倍、24倍、21倍, 维持“买入”评级。

风险

- 铁路改革进度低于预期, 宏观经济不景气, 客流量减少, 人工成本上升。

相关报告

1. 《收入较快增长, 拟购买铁路运营资产-广深铁路三季报点评》, 2016.10.27
2. 《高铁运营服务快速发展, 毛利率回升-广深铁路中报点评》, 2016.8.25
3. 《成本控制良好, 客运提价将打开盈利空间-广深铁路公司点评》, 2016.4.28
4. 《铁路运营服务快速发展, 客运提价打开盈利空间-广深铁路公司点评》, 2016.3.20
5. 《客运提价、土地开发等提升盈利空间-广深铁路公司研究》, 2016.3.15

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

内容目录

铁路运营服务驱动收入，成本控制效果显著	3
铁路运营服务受益高铁高增长	3
客货收入缓慢增长，急需改革催化	4
成本控制提高经营效率，利润率企稳回升	5
铁路改革提上日程，三重催化广深铁路	6
铁总举步维艰，改革春风正当时	6
客运提价蓄势待发，大幅增厚公司业绩	7
资产注入助力公司业务发展	8
铁路土地综合开发价值巨大	8
投资建议与估值	9
风险提示	9

图表目录

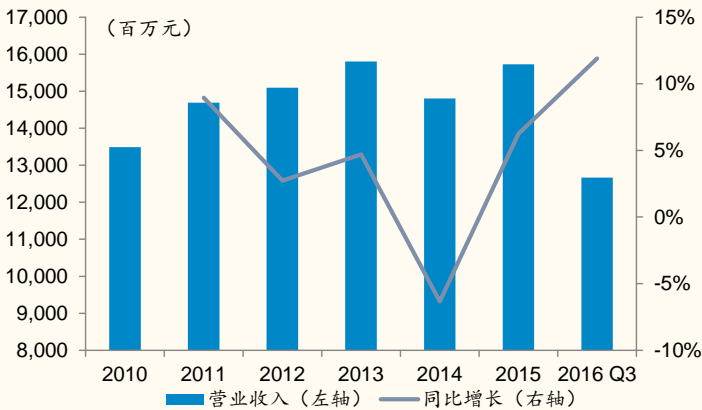
图表 1：公司营业收入增速平缓	3
图表 2：2016 H1 营业收入分拆	3
图表 3：铁路运营服务收入高速增长	4
图表 4：路网清算服务收入略有下降	4
图表 5：客运发送量持续下滑	4
图表 6：客运收入缓慢增长	4
图表 7：货运量下滑明显	5
图表 8：货运收入负增长	5
图表 9：公司利润率开始回升	5
图表 10：2015 年以后净利润同比大幅增长	5
图表 11：2016 H1 主营成本构成	6
图表 12：工资及福利成本快速增长	6
图表 13：铁总重要改革文件汇总	6
图表 14：铁路票价普遍低于其他出行方式（上海至北京为例）	7
图表 15：广深城际列车提价敏感性测算	8
图表 16：长途车提价敏感性测算	8
图表 17：广深铁路资产相对集团占比较小	8
图表 18：广深铁路 PB band	9

铁路运营服务驱动收入，成本控制效果显著

- 广深铁路主要独立经营深圳—广州—坪石段铁路客货运输业务，并与香港铁路有限公司合作经营过港直通车旅客列车运输业务，同时还受委托为多条铁路提供铁路运营服务。
- 公司营业收入近年增速平缓，2014 年出现下滑，主要由于铁路行业实行营改增试点，经营收入需扣除属于价外税的增值税后列账。2015 年营改增影响消除，增速回到之前水平，并在 2016 年前三季度稍有提升。

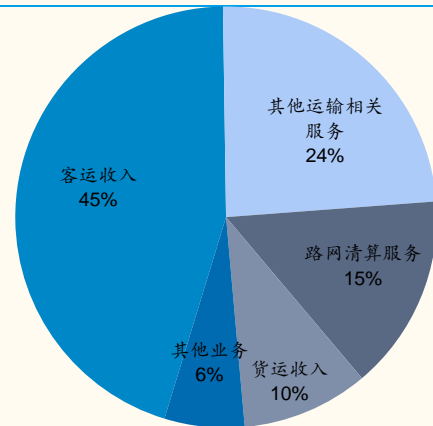
2016 年前三季度，公司实现营业收入 126.7 亿元，同比增长 11.9%，相比 2015 年同期增长 9.4 个百分点。从 2016 年上半年收入构成看，其他运输相关服务收入、客运收入、路网清算收入、货运收入占比分别为 24%、45%、15%、10%。

图表 1：公司营业收入增速平缓



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2016 H1 营业收入分析



来源：公司公告，国金证券研究所

铁路运营服务受益高铁高增长

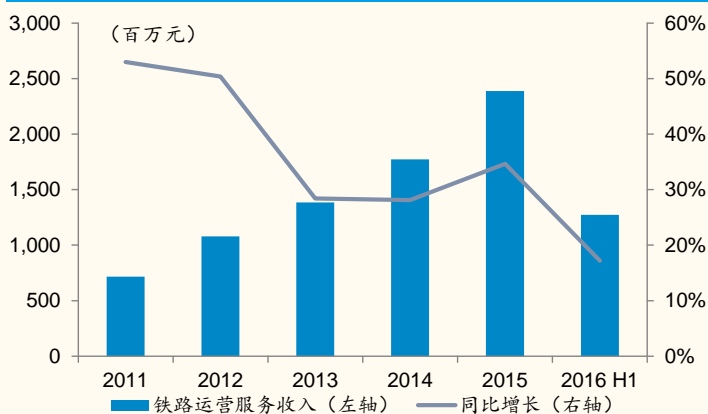
- 包含铁路运营服务的其他运输相关服务是公司营业收入增长新动力。铁路运营服务主要包括提供铁路运营、机客租车租赁、乘务服务及行包运输等服务项目。提供服务范围包括武广铁路、广珠城际、广深港铁路、广珠铁路、厦深铁路、赣韶铁路、南广铁路和贵广铁路等。

2016 年上半年，包含铁路运营服务的其他运输服务相关收入为 19.4 亿元，同比增长 51.3%，贡献营业收入增长的 93.6%，有效弥补了客货运业务收入缓慢增长现状，是拉动公司业绩增长主要因素。其中铁路运营服务从 2011 年的 7.2 亿元增长到 2015 年的 23.9 亿元，复合增长率达到 35%。

向前看，高铁旅客量的增长和新通车次，是铁路运营服务收入增长重要来源。随着珠三角地区一系列高速铁路和城际铁路的陆续建成并投入运营，以及铁路网络的完善，公司将受铁总委托，为更多高铁线路提供管理服务。预计铁路运营服务收入将以继续双位数高速增长，成为公司收入重要驱动因素。

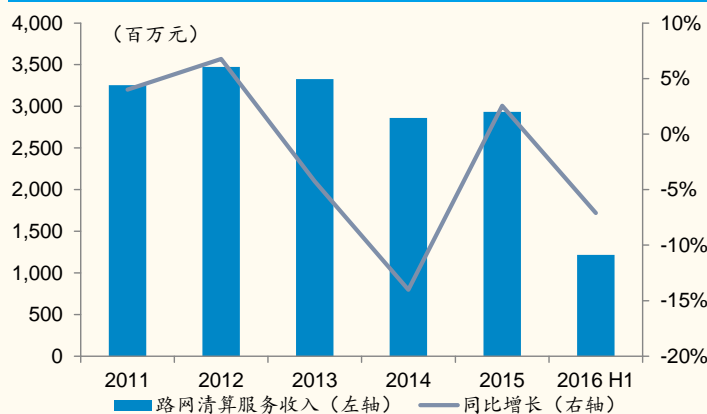
- 路网清算服务收入包括客运路网清算服务和货运路网清算服务。2014 年，由于营改增的影响，该项收入大幅下滑。2016 年上半年机车牵引服务工作量减少，该项收入有所减少。2015 年和 2016 年上半年该项业务收入分别为 29.3 亿元和 12.2 亿元，同比变化+2.56 和 -7.1%。

图表 3：铁路运营服务收入高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：路网清算服务收入略有下降



来源：公司公告，国金证券研究所

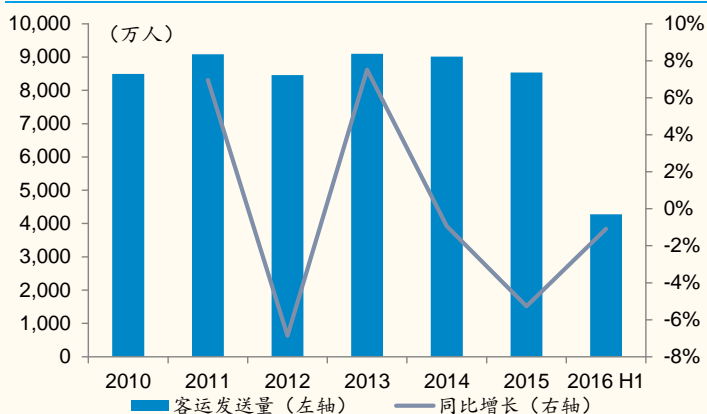
客货收入缓慢增长，急需改革催化

- 客运收入是公司最主要的收入来源，主要经营广深城际列车、长途旅客列车和香港直通车，近几年公司客运发送量持续下滑。2016 年上半年，共发送旅客 4,275 万人，同比下降 1.1%。主要因为：(1) 珠三角地区开往内地主要城市的高铁列车不断增加，受高铁分流影响，广深城际列车和长途车客流增速低迷；(2) “占中”事件影响持续，内地游客前往香港意愿下降，直通车客流减少；(3) 2015 年上半年，公司新开多条跨线动车组及长途车，形成高基数效应。

不过，除去 2014 年受到营改增影响营业收入录得大幅下滑，公司客运收入保持缓慢增长。2016 年上半年，实现客运收入 36.4 亿元，同比增长 4.4%，相比 2015 年同期增长 4.8 个百分点，较前期数据略有提高。公司在客运市场竞争加剧的客观环境下，深挖客运市场潜力。自 2015 年至今，新开通 8 对广州东至潮汕的跨线动车组，以及 1 对深圳至乌鲁木齐的长途车，带来客运收入增长。

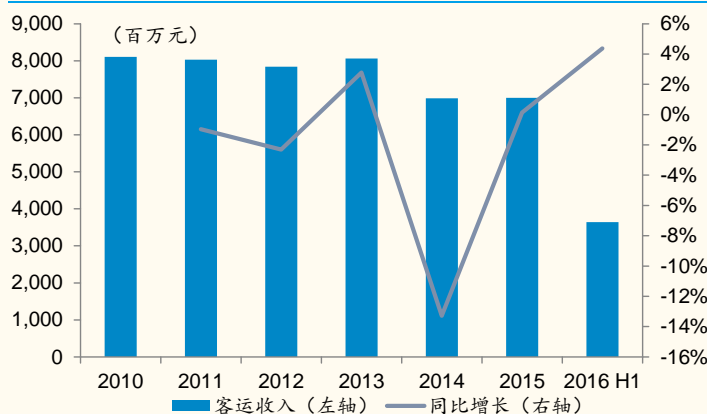
预计未来，高铁分流影响将会持续，广深城际列车和长途车业务受其影响，客运发送量增长速度不会有太大变化。若客运价格改革低于预期，公司客运收入将维持缓慢增长态势。

图表 5：客运发送量持续下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：客运收入缓慢增长

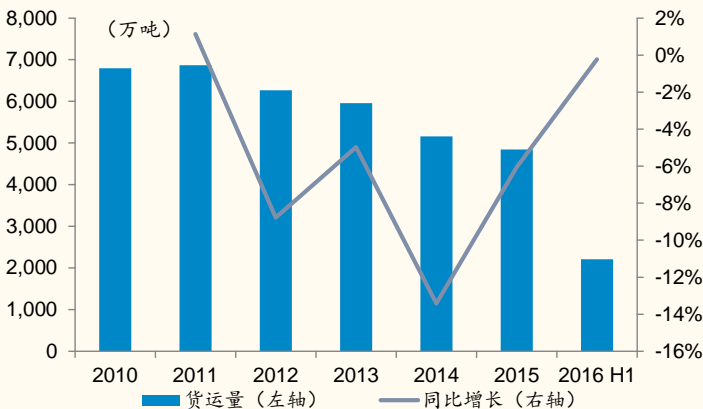


来源：公司公告，国金证券研究所

- 货运收入增幅下滑明显。受到我国经济增速放缓、市场竞争加剧以及珠三角地区产业结构调整影响，货运量尤其是大宗货物运量近年持续下降，2015 年更是跌破 5,000 万吨。铁路货运价格在 2013 年和 2014 年分别提价 1.5 分/吨公里，才使得货运收入能够依然实现增长。但 2015 年，货运只提价 1 分/吨公里，提价幅度缩小，货运收入开始录得负增长。2016 年上半年，货运收入为 7.9 亿元，同比下降 4.1%。

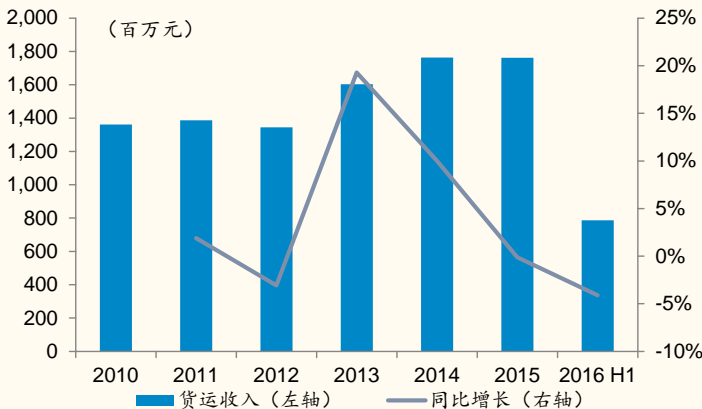
但是，国家铁路货运量增速自 8 月由负转正，并持续改善，10 月增速为 11.2%，为 2010 年 6 月以来最高。在内需恢复的背景下，由于低基数效应和公路治超产生的货源回流铁路，铁路运量有望增长。进入 2017 年，公司铁路货运量及货运收入有望企稳。

图表 7：货运量下滑明显



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：货运收入负增长



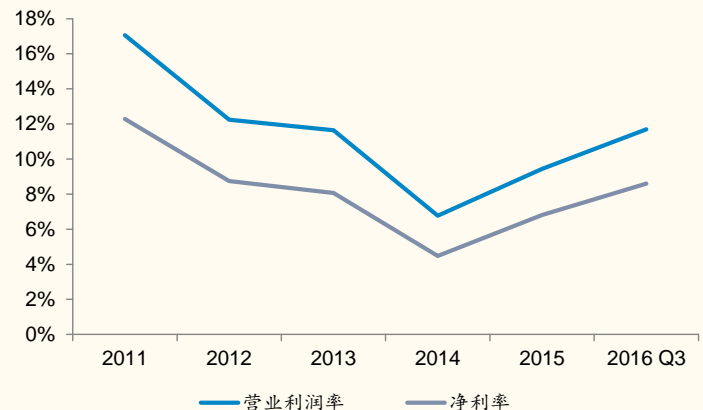
来源：公司公告，国金证券研究所

成本控制提高经营效率，利润率企稳回升

- 收入缓慢增长，营业成本居高不下，导致公司利润率 2015 年以前不断下滑。面对业绩压力，公司采取了一系列成本控制措施，压缩一般性和非生产性支出，效果良好，利润率企稳回升，净利润也重回增长通道。

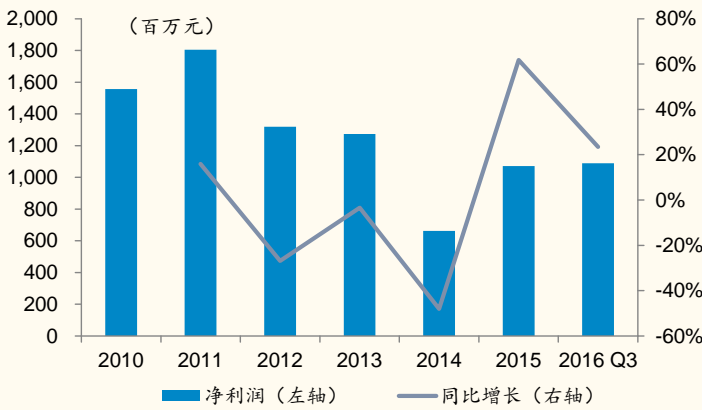
2016 年前三季度，公司营业成本为 110.0 亿元，同比增长 12.5%。2015 年，营业利润率 9.4%，比上年同期增加 2.7 个百分点，2016 年前三季度，营业利润率继续攀升，达到 11.7%。良好的成本控制下，净利润同比取得大幅增长。2016 年前三季度，归母净利润达到 10.9 亿元，同比增长 23.4%。

图表 9：公司利润率开始回升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2015 年以后净利润同比大幅增长

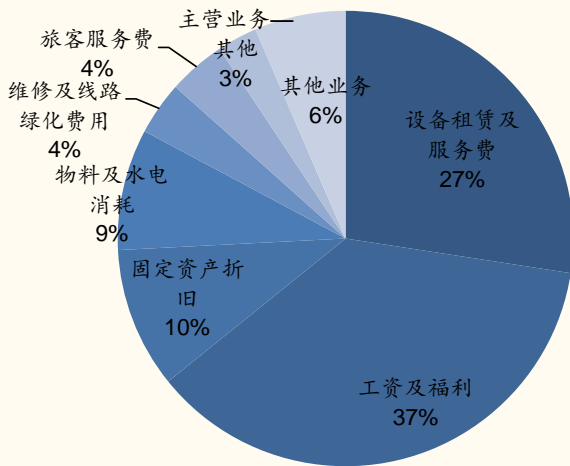


来源：公司公告，国金证券研究所

- 分析成本构成，设备租赁及服务费、工资及福利和固定资产折旧，在 2016 年上半年分别占总成本 27%、37%和 10%。

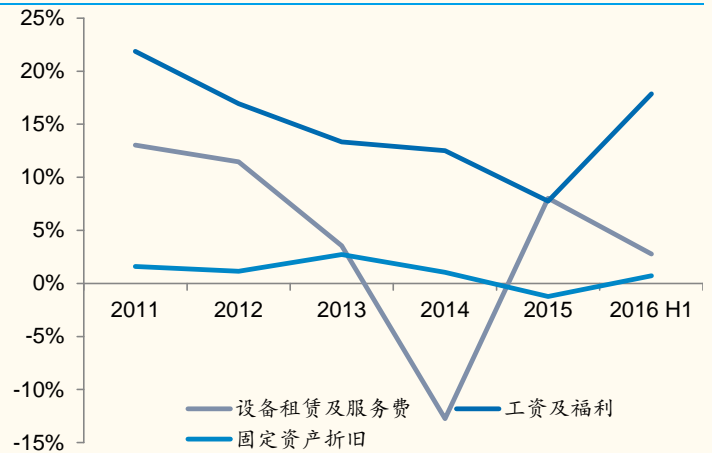
细看这三项主要营业成本，公司在设备租赁及服务费和固定资产折旧方面的成本控制措施恰当，增涨较为平缓，但是工资与福利近年增长快速。在 2013 年 1 月 17 日召开的全国铁路工作会议上，铁总前任总经理盛光祖提出收入倍增计划：2020 年职工收入要比 2010 年增一倍；另外，由于公司新增多对客运车辆，以及铁路运营服务业务量增长迅速，员工数量大幅提高，这些因素造成工资与福利刚性上涨。

图表 11: 2016 H1 主营成本构成



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 工资及福利成本快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

铁路改革提上日程, 三重催化广深铁路

铁总举步维艰, 改革春风正当时

- 铁路作为国民经济大动脉, 在社会发展中具有重要作用, 党中央、国务院一直高度重视铁路发展。21 世纪, 同时具有行政职能和企业职能的铁道部, 越发不能适应市场经济的发展, 铁路运输改革越发迫切。2013 年 3 月, 中央管理的正部级国有独资企业中国铁路总公司成立, 原铁道部划入交通运输部, 标志着铁路运输政企分离, 为后期铁路进一步市场化改革提供基础。

铁总成立后, 改革文件接连颁发。但是改革力度却年年低于预期, 主要集中于整治餐饮供应、加强 12306 和 95306 网站建设等表面问题, 对于深层次市场化改革, 铁总步伐较为缓慢。

经营持续惨淡, 盈利能力较弱, 资金压力巨大, 铁总成立至今已三年有余, 却困难重重。2016 年前三季度, 铁总营业收入 6,394 亿元, 同比减少 2.79%, 净亏损额同比下降 41%, 为 55.8 亿元。虽然铁总亏损幅度有所收窄, 但是总负债达到 4.3 万亿, 资产负债率 64.7%。2016 年前三季度仅偿还利息所需资金即达 455 亿元, 铁总举步维艰, 倒逼铁总加快改革进程。

2016 年 10 月, 铁总完成换届, 或将为铁路改革迎来新篇章。铁总原总经理盛光祖退休, 由交通运输部副部长、国家铁路局局长陆东福接任。不仅如此, 在日前结束的 2016 年中央经济工作会议中明确提出, 深化国企改革, 铁路作为重点领域被提及, 其混改将迈出实质性步伐。

- 我们认为 2017 年, 铁路改革将在客运价格、铁路沿线土地综合开发和资产注入三个方面催化广深铁路。

图表 13: 铁总重要改革文件汇总

时间	文件	内容
2013年3月	《国务院机构改革和职能转变方案》	铁路政企分离, 撤销铁道部, 中国铁路总公司成立, 原铁道部划入交通运输部。
2013年8月	《国务院关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》	提出多方式多渠道筹集建设资金, 为社会资本进入铁路创造条件。
2014年8月	《国务院办公厅关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》	支持盘活现有铁路用地推动土地综合开发, 鼓励新建铁路站场实施土地综合开发, 盘活铁路土地得到政策支持。
2015年12月	《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》	从2016年1月1日起, 高铁动车票由中国铁路总公司自行定价, 高铁票价开始进行市场调节。
2016年12月	《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法(试行)》	面向社会公开征集意见, 普通旅客列车票价改革迈出重要一步。

来源: 国务院, 发改委, 国金证券研究所

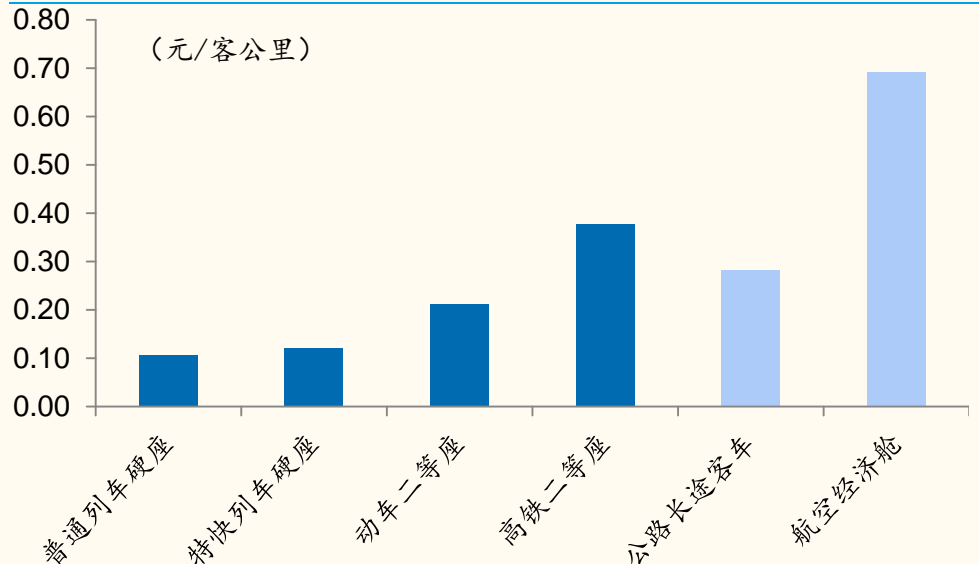
客运提价蓄势待发，大幅增厚公司业绩

- 客运价改是铁路经济体制改革重要一环。目前中国铁路客运主要包括高铁（G 字头），动车（D 字头），特快列车（T 字头），快速列车（Z 或 K 字头）和普通列车（无字母）。
- 回看客运价格历史，新中国成立以来，客运价格只进行过四次大规模调节，最近一次已是早在 1995 年，将全国铁路客运基本票价率调高至 5.861 分/人公里，在此基础上，针对不同席别、车型等因素制定具体政府指导价。二十年过去，若以 1995 年 CPI 为基数，至今已上涨超过 50%，此客运票价严重滞后 CPI 涨幅，早已无法适应铁路行业发展。

比较不同旅客出行交通方式，铁路票价也具有较大涨价空间。虽然我国铁路客运从普通列车到高铁，票价结构有所升高，但总体依然远低于公路等客运交通。以上海至北京为例，铁路客运中，只有高铁票价（0.38 元/客公里）高于公路票价（0.28 元/客公里），其余车型均大幅低于公路票价（动车、特快列车、普通列车分别为 0.21 元/客公里、0.12 元/客公里、0.11 元/客公里）。

不仅如此，僵硬的政府指导价机制也无法反应市场供需关系，使铁路在客运市场处于劣势。加上铁总目前盈利微薄，负债高企，客运价改已势在必行。

图表 14：铁路票价普遍低于其他出行方式（上海至北京为例）



来源：互联网，国金证券研究所

- 2015 年 12 月，国家发改委下发《国家发展改革委关于改革完善高铁动车组旅客票价政策的通知》，宣布从 2016 年 1 月 1 日起，高铁动车票由中国铁路总公司自行定价，高铁票价开始进行市场调节。2016 年 12 月，国家发改委再次下发《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法（试行）》，面向社会公开征集普通旅客列车票价改革意见。

从这两份文件来看，国家对于铁路价格改革已下定决心，将进行全方位市场化改革，客运提价预期不断升温，将很有可能从铁路普通旅客列车票价和高铁动车票价入手。

- 广深铁路由于客运收入占比高，净利润对客运提价的敏感度较高，尤其是长途车提价。

根据测算，基于 2015 年净利润，若广深城际列车提价 5%、10%、20%，公司净利润会分别增厚 7.8%、15.6%、31.2%；若长途车提价 5%、10%、20%，公司净利润会分别增厚 13.6%、27.2%、54.4%。由此可见，客运价改会给公司业绩带来立竿见影的效果。

图表 15：广深城际列车提价敏感性测算

广深城际列车提价	5%	10%	20%
2015年净利润（百万元）		1,071	
广深城际列车收入（百万元）		2,224	
广深城际列车客运发送量（万人）		3,566	
平均单人票价（元）		62.4	
调整后平均单人票价（元）	65.5	68.6	74.8
调整后该项收入（百万元）	2,335	2,446	2,669
所得税税率	25%	25%	25%
调整后净利润增长（百万元）	83	167	334
调整后净利润（百万元）	1,154	1,238	1,404
净利润敏感性	7.8%	15.6%	31.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：长途车提价敏感性测算

长途车提价	5%	10%	20%
2015年净利润（百万元）		1,071	
长途车收入（百万元）		3,884	
长途车客运发送量（万人）		4,592	
平均单人票价（元）		84.6	
调整后平均单人票价（元）	88.8	93.0	101.5
调整后该项收入（百万元）	4,078	4,272	4,660
所得税税率	25%	25%	25%
调整后净利润增长（百万元）	146	291	583
调整后净利润（百万元）	1,216	1,362	1,653
净利润敏感性	13.6%	27.2%	54.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

资产注入助力公司业务发展

- 铁路运输的投融资改革是经济体制改革的一部分。目前，铁路行业市场化程度低，铁路建设融资方式单一，主要为贷款及债券融资。铁总 2016 年第三季度报表显示，铁总长期负债已达 3.5 万亿元，并且债务规模越发庞大。2016 前三季度，通过贷款和发债的资金来源 6,858 亿元，其中用于偿还前期负债本金及利息的金额即达到 4,021 亿元。如何对铁路领域进行投资创新，是铁改又一重要课题。

将铁路资产证券化、注入上市公司，不失为一个好方法。铁总旗下高铁资产优良，到 2020 年，高铁全长将达到 3 万公里。高铁票价较高，随着客运偏向高铁，提升利用率，高铁将具备盈利能力。资产上市，进行股权融资，可以降低铁总高企的资产负债率，提供更为便利的融资方式，而且通过资本市场监督管理，有助于铁改的进行，提高经营效率。

- 广深铁路资产相对集团占比较小，作为广州铁路（集团）公司唯一上市平台，若注入集团资产，既可以解决集团与上市公司竞争的不利影响，又可以增加铁路资产的市场化与灵活性，而且优良资产将对公司业绩形成利好，可谓一举多得。

广铁集团资产丰富，铁路营业里程达 8,944 公里，居全路（共 18 个铁路局）第三。广深铁路营业里程仅为 481 公里，约为广铁集团总里程 5.4%。珠三角地区开往内地主要城市的高铁列车，与公司既有线客流有较大分流影响，并且实际控制人同为铁总，有同业竞争嫌疑，未来存在上市可能。

- 我们预计，广铁集团中与广深铁路互补或竞争的资产将在未来注入公司，盘活集团公司资产效率，同时增强广深铁路的竞争力。公司已经开始资产注入行动，2016 年 10 月 27 日发布公告，拟以现金 7.3 亿元，购买广铁集团、广梅汕和三茂分别所属的相关铁路运营资产，扩大业务范围。2015 年，三茂营业收入 21.6 亿元，广梅汕营业收入 37.7 亿元。如果优良资产能够注入广深铁路上市，将助力公司业绩登上更高的台阶。

图表 17：广深铁路资产相对集团占比较小

	广州铁路（集团）公司	广深铁路	广深铁路占比
2015年营业收入（亿元）	700	157	22.5%
总资产（亿元）	4,733	319	6.7%
总营业里程（公里）	8,945	481	5.4%
城际铁路里程（公里）	3,886	152	3.9%

来源：广州铁路（集团）公司官网，国金证券研究所

铁路土地综合开发价值巨大

- 铁路土地综合开发是铁路改革另一重要领域。通过推进铁路土地综合开发，可以盘活土地资源、实现增收创效，城市综合服务功能也将得到提升，促进新型城镇化发展，是新常态下深化铁路多元化经营的必然选择。

2013年8月，国务院即颁发《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，提出鼓励社会资本投资建设铁路、完善铁路运价体制、鼓励土地综合开发利用。为切实落实该《意见》，国务院在2014年又颁布《国务院办公厅关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》，明确支持盘活存量铁路用地，鼓励新建铁路站场实施土地综合开发。

除去传统出让土地获利，铁路土地综合开发，可以与开发商合作，开发铁路沿线和车站周边的地产，铁路公司与开发商分享一定利润。或者借鉴机场商业租赁收入模式，向进驻车站和铁路的商家收取租金、广告和物业管理费等。

- 铁路土地综合开发将为广深铁路带来广阔的想象空间。根据公司2006年招股说明书中透露，公司使用土地约1,181万平方米。据2016年半年报显示，土地使用权账面价值仅16.5亿元，折合单价仅为140元/平方米。

估计公司30%，即约350万平方米的土地，可用作商业、住宅或工业开发。若平均土地价格10,000元/平米，土地价值约350亿元。目前公司A股流通市值约为300亿元。广深铁路若能借助铁改良机，进行充分的土地开发利用，价值巨大。

投资建议与估值

- 广深铁路目前PB约为1.3倍，处于历史较低水平。铁路运营服务高增长和有效的成本控制，为估值提供基本面支持。随着铁路改革渐行渐近，铁路客运提价、潜在优良资产的注入和公司土地的综合开发，多重利好公司未来业绩，势必为公司估值水平提供充分的想象空间。

图表 18：广深铁路 PB band



来源：Wind，国金证券研究所

- 广深铁路以客运为主，货运为辅，在新时期，主动适应经济发展新常态，作为铁总控制下上市的三家公司之一，我们认为：(1) 公司成本端控制措施效果良好，利润率预期缓慢回升；(2) 客货收入缓慢增长，铁路运营服务成为收入增长新的驱动因素，预计以双位数高速增长，为提振营业收入提供动力；(3) 铁路改革提上日程，预计多重催化广深铁路（客运提价、资产注入、铁路土地综合开发）。
- 基于以上假设，不考虑铁路改革利好，我们预测公司2016-2018年EPS分别为0.19元、0.22元、0.25元，对应PE分别为28倍、24倍、21倍，维持“买入”评级。

风险提示

铁路改革进度低于预期，宏观经济不景气，客流量减少，人工成本上升。

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	15,801	14,801	15,725	16,980	18,086	19,261	货币资金	4,896	1,769	2,327	3,589	5,524	7,518
增长率		-6.3%	6.2%	8.0%	6.5%	6.5%	应收款项	1,684	2,456	3,005	3,284	3,647	3,990
主营业务成本	-12,395	-12,390	-13,750	-14,882	-15,637	-16,500	存货	392	401	307	449	471	497
%销售收入	78.4%	83.7%	87.4%	87.6%	86.5%	85.7%	其他流动资产	115	47	24	110	113	116
毛利	3,405	2,411	1,975	2,098	2,449	2,761	流动资产	7,088	4,673	5,663	7,432	9,754	12,121
%销售收入	21.6%	16.3%	12.6%	12.4%	13.5%	14.3%	%总资产	21.3%	15.3%	17.7%	22.4%	28.2%	33.4%
营业税金及附加	-395	-91	-79	-85	-99	-116	长期投资	225	231	253	253	253	253
%销售收入	2.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	固定资产	24,841	24,578	24,642	23,758	22,852	21,923
营业费用	-20	-9	-6	-8	-9	-10	%总资产	74.8%	80.5%	77.1%	71.7%	66.0%	60.4%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	977	974	1,246	1,611	1,661	1,907
管理费用	-1,117	-1,262	-263	-289	-307	-327	非流动资产	26,144	25,864	26,281	25,693	24,847	24,173
%销售收入	7.1%	8.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	%总资产	78.7%	84.7%	82.3%	77.6%	71.8%	66.6%
息税前利润 (EBIT)	1,873	1,049	1,628	1,716	2,033	2,309	资产总计	33,232	30,537	31,943	33,124	34,601	36,294
%销售收入	11.9%	7.1%	10.4%	10.1%	11.2%	12.0%	短期借款	3,493	0	0	0	0	0
财务费用	-50	-56	36	44	68	98	应付款项	2,388	3,274	3,812	3,680	3,889	4,108
%销售收入	0.3%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	566	387	511	932	966	1,003
资产减值损失	6	-1	-188	0	0	0	流动负债	6,447	3,661	4,324	4,612	4,855	5,111
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	10	8	10	10	11	其他长期负债	90	89	175	90	90	90
%税前利润	0.6%	1.1%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	负债	6,538	3,750	4,499	4,702	4,945	5,201
营业利润	1,839	1,002	1,485	1,770	2,111	2,418	普通股股东权益	26,651	26,746	27,462	28,444	29,679	31,118
营业利润率	11.6%	6.8%	9.4%	10.4%	11.7%	12.6%	少数股东权益	44	41	-18	-21	-23	-25
营业外收支	-138	-121	-33	-40	-50	-60	负债股东权益合计	33,232	30,537	31,943	33,124	34,601	36,294
税前利润	1,702	881	1,452	1,730	2,061	2,358	比率分析						
利润率	10.8%	5.9%	9.2%	10.2%	11.4%	12.2%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-431	-220	-389	-398	-474	-566	每股指标						
所得税率	25.3%	24.9%	26.8%	23.0%	23.0%	24.0%	每股收益	0.180	0.093	0.151	0.189	0.224	0.253
净利润	1,271	661	1,063	1,332	1,587	1,792	每股净资产	3.762	3.776	3.877	4.015	4.190	4.393
少数股东损益	-3	-1	-8	-3	-2	-2	每股经营现金净流	0.290	0.298	0.319	0.309	0.413	0.451
归属于母公司的净利润	1,274	662	1,071	1,335	1,589	1,794	每股股利	0.080	0.080	0.050	0.050	0.050	0.050
净利率	8.1%	4.5%	6.8%	7.9%	8.8%	9.3%	回报率						
							净资产收益率	4.78%	2.48%	3.90%	4.69%	5.35%	5.76%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.83%	2.17%	3.35%	4.03%	4.59%	4.94%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	4.64%	2.94%	4.33%	4.65%	5.28%	5.64%
净利润	1,271	661	1,063	1,332	1,587	1,792	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	4.70%	-6.33%	6.25%	7.98%	6.51%	6.50%
非现金支出	1,437	1,464	1,642	1,423	1,456	1,483	EBIT增长率	0.58%	-44.01%	55.24%	5.39%	18.46%	13.58%
非经营收益	194	218	10	-8	30	39	净利润增长率	-3.42%	-48.03%	61.75%	24.71%	19.00%	12.88%
营运资金变动	-851	-229	-455	-559	-144	-116	总资产增长率	1.11%	-8.11%	4.61%	3.70%	4.46%	4.89%
经营活动现金净流	2,051	2,113	2,260	2,188	2,929	3,198	资产管理能力						
资本开支	-1,301	-999	-1,284	-908	-650	-860	应收账款周转天数	29.5	47.7	60.3	67.0	70.0	72.0
投资	-95	0	-61	0	0	0	存货周转天数	12.2	11.7	9.4	11.0	11.0	11.0
其他	-177	4,513	-4	10	10	11	应付账款周转天数	56.6	63.8	67.2	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-1,573	3,514	-1,349	-898	-640	-849	固定资产周转天数	561.3	596.2	558.7	496.3	445.7	399.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-6	-3,500	0	-14	0	0	净负债/股东权益	-5.26%	-6.60%	-8.48%	-12.63%	-18.63%	-24.18%
其他	-734	-735	-355	-14	-354	-354	EBIT利息保障倍数	37.5	18.8	-45.0	-38.7	-29.7	-23.6
筹资活动现金净流	-740	-4,235	-355	-28	-354	-354	资产负债率	19.67%	12.28%	14.08%	14.19%	14.29%	14.33%
现金净流量	-262	1,392	556	1,262	1,935	1,995							

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	2016-03-15	买入	3.81	4.50~5.00
2	2016-03-30	买入	3.79	N/A
3	2016-04-28	买入	4.01	N/A
4	2016-08-25	买入	4.17	N/A
5	2016-10-27	买入	4.44	N/A

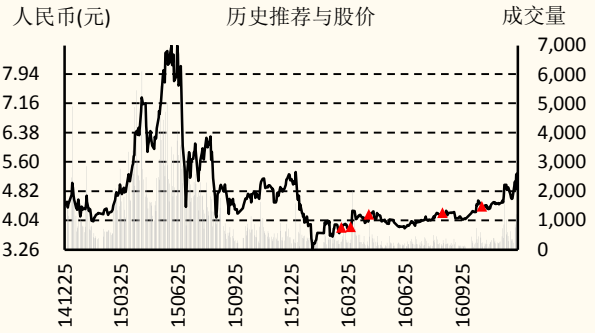
来源：国金证券研究所

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 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