

公司研究/更新报告

2017年03月28日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.4  
合理价格区间(元): 10.60~13.25

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

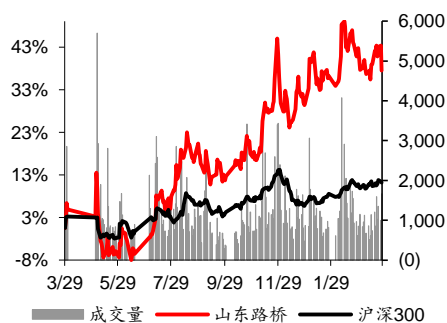
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《山东路桥(000498):项目频落地, 投建一体化业务加速》2016.12
- 2 《山东路桥(000498):强强联合, 多举措促大单加速落地》2016.12
- 3 《山东路桥(000498):业绩确定性高, 国企改革受益显著》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

# 订单饱满促成长, 国改 PPP 齐受益

## 山东路桥(000498)

### 业绩稳健增长, 部分大项目开工加快有望加速成长

2016 年公司实现营收 81.48 亿元, 同比增长 9.83%; 实现归母净利润 4.30 亿元, 同比增长 13.98% (扣非后增长 7.90%)。公司去年收入利润略低于此前市场预期, 主要是由于泰东路项目 (16 年仅完工 8%) 进展较慢和一建造合同计提减值损失 4236 万元, 导致 Q4 净利润仅增长 5.75%。路桥施工和养护仍是公司最主要的业务, 2016 年占比 95.91%, 其中养护业务同比下滑 31.61%, 与 G206 莱州段路面维修工程等待设计优化尚未施工有关。我们预计今年随着大项目相继进入施工, 收入业绩有望持续提升。

### 毛利率受营改增与上游涨价轻微下滑, 财务整体稳健

2016 年公司综合毛利率 14.30%, 净利率 5.29%, ROE 为 13.21%, EPS 0.38 元。公司建筑业务毛利率为 14.08%, 较前一年下滑 0.90%, 主要与营改增和去年三季度以来的上游建材涨价有关。公司追溯将安全生产费计提重分类为营业成本后, 导致历史报表毛利率下滑 1.3 个百分点。公司 2016 年三项期间费用整体保持稳定, 资产负债率较 15 年上升 6.11 个百分点至 76.93%, 经营活动现金净流入 8.14 亿元, 期末在手现金 22.49 亿元。

### 在手订单充足, 未来三年业绩增长有保障

公司 2016 年新签重大施工订单 (单项金额超过 3.5 亿元) 约 218.16 亿元, 是 2016 年收入的 2.68 倍。公司披露年末剩余重大合同额 184.22 亿元, 我们统计测算剩余合同额为 205.72 亿元, 在手订单充足, 按一般 2-3 年完工期来看, 公司未来两年业绩增长有较高保障。按 2016 年 1-9 月数据测算, 公司新签省内订单占比 84%, 2017 年以来公司又公告与葛洲坝联合新签岚枣路枣菏段项目等 3 个重大项目, 项目金额合计 208.57 亿元。“十三五”期间山东省内公路铁路总投资预计达 3600 亿元, 入股施工一体化模式和省内两大交建集团股东的强大背景预计将助力公司获取更多订单。

### 国改持续推进, 山东省国改稀缺标的改革预期高

公司此次增发拟引入山东齐鲁交通投资、山东铁投、山东社保基金等战投, 预期将为公司带来更多增量业务和资本整合动作, 目前增发已进行一次反馈回复。高速集团 2015 年被确定为山东省国有资本投资运营试点企业, 今年 1 月已印发《山东省属国有企业员工持股试点工作实施细则》, 未来公司有望受益于省内和高速集团的改革推进。

### 看好公司重大项目开拓及国改, 维持“买入”评级

公司通过入股施工一体化及 PPP 等创新模式积极开拓省内外业务, 海外业务历史悠久经验丰富, 一带一路预计将带来较大业务增量。由于公司新签重大订单超预期, 在手订单充足, 我们小幅上调公司未来两年盈利预测, 预计 2017-19 年 EPS 为 0.53/0.71/0.93 元。维持 17 年 PE 合理估值 20-25 倍, 对应价格区间 10.60~13.25 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济风险, 养护业务增长缓慢, 后续订单转化不达预期等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,120
流通 A 股 (百万股)	354.17
52 周内股价区间 (元)	5.67-9.11
总市值 (百万元)	9,409
总资产 (百万元)	15,043
每股净资产 (元)	3.09

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7,419	8,148	12,033	16,488	20,855
+/-%	8.42	9.83	47.69	37.02	26.49
净利润 (百万元)	377.01	429.71	593.46	798.99	1,040
+/-%	21.13	13.98	38.11	34.63	30.21
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.38	0.53	0.71	0.93
PE (倍)	24.96	21.90	15.85	11.78	9.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

业绩增长平稳，财务整体稳健.....	3
在手订单饱满，PPP/一带一路全受益.....	5
在手订单收入比 2.7 倍，受益省内交通投资上调.....	5
投建一体化加速项目获取，投资收益增厚业绩.....	6
同业竞争已解决，海外业务有望加速拓展.....	7
盈利预测与估值.....	8
风险提示.....	8
PE/PB - Bands.....	8

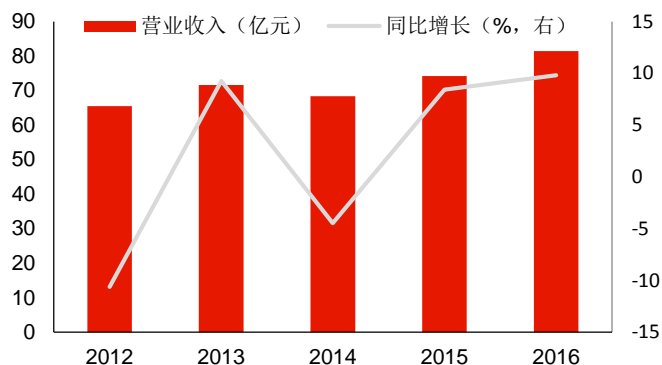
## 图表目录

图表 1：近五年公司收入稳步增长.....	3
图表 2：近五年公司业绩增长整体平稳.....	3
图表 3：2016 年公司各业务收入占比.....	3
图表 4：近五年公司建筑业务及其同比增速.....	3
图表 5：近五年公司盈利能力持续提升.....	4
图表 6：2016 年公司期间费用增长平稳.....	4
图表 7：近五年公司负债率整体稳健.....	4
图表 8：近五年公司营运能力保持平稳.....	4
图表 9：近五年公司施工订单与收入确认.....	5
图表 10：2016 年以来公司新中标重大订单统计.....	5
图表 11：《山东省高速公路网中长期规划（2016-2030 年）》部分项目.....	6
图表 12：截止 2016 年末公司已取得投资类项目统计.....	7
图表 13：相关上市企业估值比较.....	8
图表 14：山东路桥历史 PE-Bands.....	8
图表 15：山东路桥历史 PB-Bands.....	8

## 业绩增长平稳，财务整体稳健

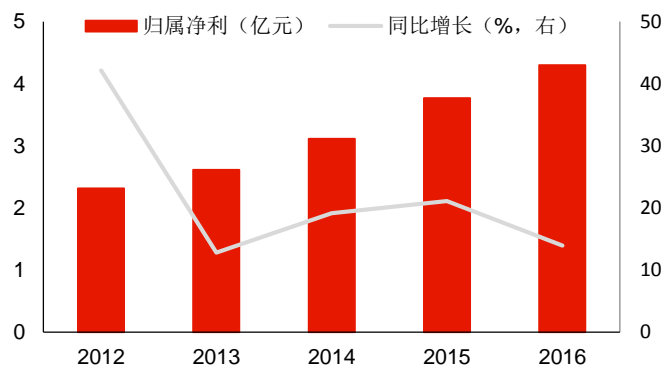
收入增长稳健，业绩受大项目进展影响略低于预期。2016年公司实现营业收入81.48亿元，同比增长9.83%；实现归母净利润4.30亿元，同比增长13.98%（扣非后同比增长7.90%）。公司去年收入利润略低于此前市场预期，主要是由于泰东路项目进展较慢确认收入较少，截止年末仅完工8.4%，同时一建造合同为亏损合同，计提减值损失4236万元，导致Q4营收和净利润仅分别同比增长16.40%和5.75%。按原计划，今年泰东路等重大项目将完工，公司收入业绩有望迎来快速增长期。

图表1：近五年公司收入稳步增长



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

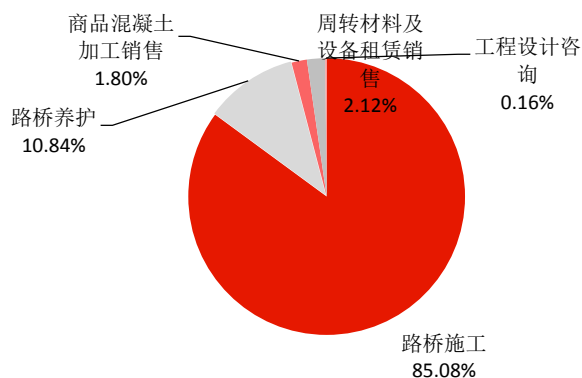
图表2：近五年公司业绩增长整体平稳



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

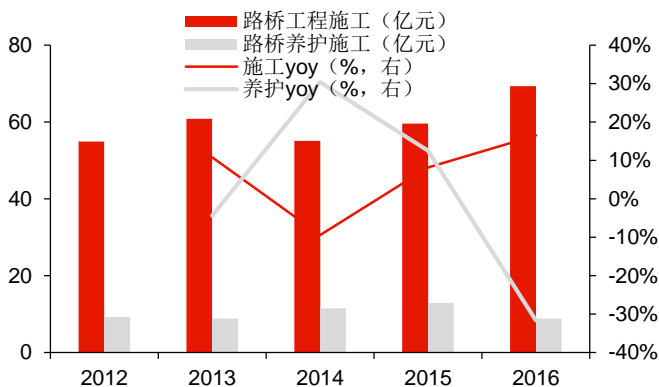
路桥工程施工和养护施工仍是公司最主要的两大业务，2016年收入占比95.91%，其中路桥工程施工占比85.07%，同比增长16.45%；养护业务占比10.84%，同比下滑31.61%，我们预计与部分养护业务进展较慢有关，其中2015年12月末中标的2.66亿元G206莱州段路面维修工程项目就需要进行设计优化，因此尚未施工。我们预计今年随着大项目相继进入施工，工程施工和养护业务的收入业绩有望持续提升。

图表3：2016年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

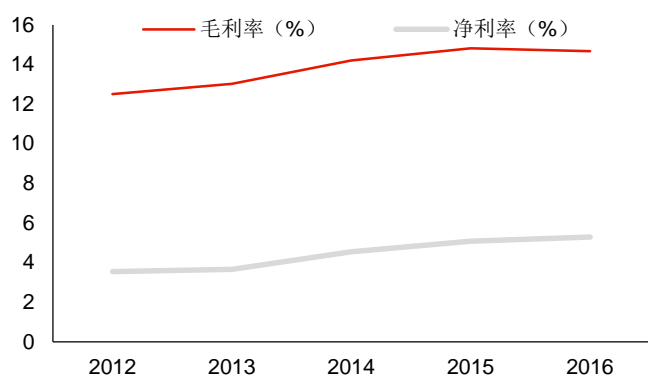
图表4：近五年公司建筑业务及其同比增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

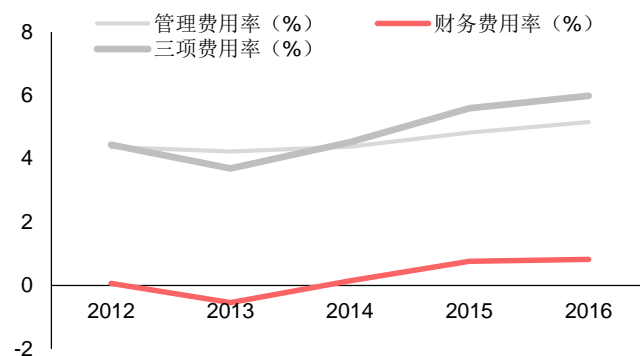
毛利率受营改增与上游涨价轻微下滑，财务整体稳健。2016年公司综合毛利率14.30%，净利率5.29%，ROE为13.21%，EPS 0.38元。公司建筑业务毛利率为14.08%，较前一年下滑0.90%，主要与营改增和去年三季度以来的上游建材涨价有关。公司自2016年年报开始，将安全生产费计提重分类为营业成本进行追溯调整后，导致历史报表毛利率较之前平均下滑约1.3个百分点。公司2016年三项期间费用整体保持稳定，微升0.02个百分点，其中财务费用率上升0.05个百分点。资产负债率较2015年上升6.11个百分点至76.93%，经营活动现金净流入8.14亿元，期末在手现金22.49亿元。

图表5: 近五年公司盈利能力持续提升



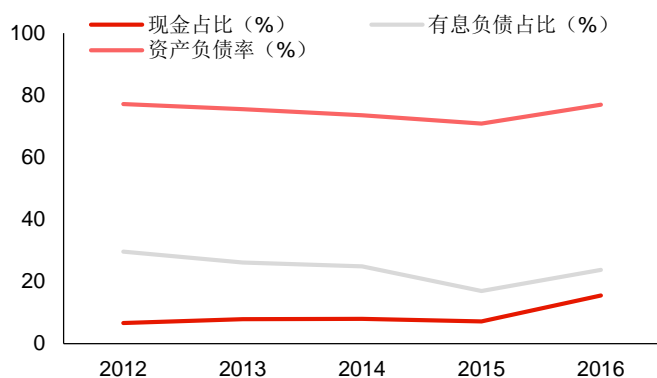
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 2016年公司期间费用增长平稳



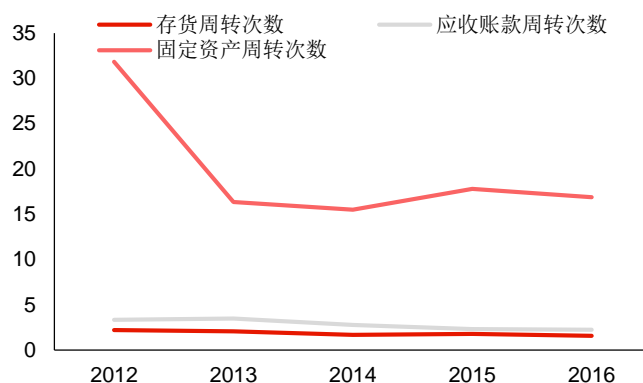
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表7: 近五年公司负债率整体稳健



资料来源: 华泰证券研究所

图表8: 近五年公司营运能力保持平稳



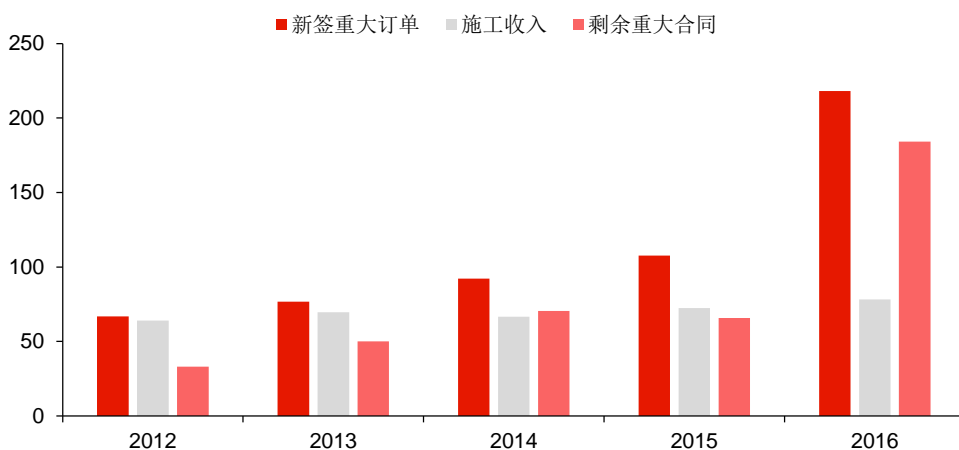
资料来源: 华泰证券研究所

## 在手订单饱满，PPP/一带一路全受益

### 在手订单收入比 2.7 倍，受益省内交通投资上调

公司在手订单饱满，未来业绩增长有保障。公司 2016 年新签重大施工订单（单项金额超过 3.5 亿元）约 218.16 亿元，是 2016 年收入的 2.68 倍。公司披露的年末剩余重大合同额 184.22 亿元，我们粗略测算公司年末剩余合同额为 205.72 亿元（新签重大订单 218.16 亿元+15 年剩余合同额 65.68 亿元-2016 年施工收入 78.12 亿元），是 2016 年施工收入的 2.63 倍。公司在手订单充足，按一般 2-3 年完工期来看，未来两年业绩增长有较高保障。

图表9：近五年公司施工订单与收入确认



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

按 2016 年 1-9 月数据测算，公司新签省内订单占比 84%，2017 年以来公司又公告与葛洲坝联合新签了岚枣路枣菏段、济南至泰安高速公路、国家高速德上线巨野至单县（鲁皖界）段等 3 个重大施工项目，项目金额合计 208.57 亿元。该三条高速总投资 380.55 亿元（其中资本金 80.69 亿元），均为 3 年建设期+25 年运营期，线路全长累计达 365.16 公里。

图表10：2016 年以来公司新中标重大订单统计

序号	订单/合同名称	公告时间	金额 (亿元)
1	龙口至青岛公路龙口至莱西(沈海高速)段工程施工	2016年2月	24.69
2	国高青兰线泰安至东阿界(含黄河大桥)段第一标段、第三标段	2016年3月	41.26
3	荣乌国家高速公路潍坊至日照联络线潍城至日照段工程第三标段	2016年3月	28.99
4	济青北线第二标段、第六标段(中标)	2016年5月	54.62
5	山东高速养护维修工程项目	2016年5月	4.24
6	六盘水市“十三五”普通国省干线公路第 LPSSJYYT1 标段建养一体化项目	2016年6月	15.36
7	国道 234 焦作至荥阳黄河大桥及连接线工程土建施工 JZDQTJ-4 标段	2016年8月	9.87
8	岚山至菏泽公路临枣高速至枣木高速段	2016年11月	12.36
9	萍乡市老城区海绵城市建设 PPP 项目标段二	2016年12月	4.14
10	长深高速高青至广饶段项目施工总承包	2016年12月	25.94
12	鲁南高铁临沂至曲阜段 LQTJ-3 标段	2016年12月	6.50
14	青岛海湾大桥胶州连接线工程施工	2017年1月	7.23
13	济南至泰安高速公路工程项目施工	2017年1月	62.33
11	岚山至枣菏公路枣庄至菏泽段项目	2017年1月	97.68
15	国家高速德上线巨野至单县(鲁皖界)段工程施工	2017年1月	48.58
16	安哥拉 K.K. 二期第一阶段大市政项目标段二、十红线范围内中央景观带以东道路及绿化工程	2017年3月	3.61
合计			447.38

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：联合体项目因未公告各自份额，因此未做具体区分；鲁南高铁项目 6~7 亿元，我们取中间值。



“十三五”期间山东省内公路铁路总投资预计达 3600 亿元，入股施工一体化模式和省内两大交建集团股东的强大背景预计将助力公司获取更多订单。2016 年 12 月，山东省发改委和交通厅联合发布了最新的《山东省高速公路网中长期规划（2016-2030 年）》，根据规划，到 2020 年全省高速通车里程力争达到 7600 公里（原计划 7200 公里），提前完成原规划 2030 年的新建项目建设目标；到 2030 年，基本建成“八纵四横一环八连”高速公路网，改扩建里程约 1300 公里，2030 年末力争达到通车里程 8300 公里。“十三五”期间公路总投资预计 2200 亿元，目前公司大股东山东高速集团推进的大项目有 5 个，和葛洲坝联合开发的项目有 3 个；战投齐鲁交通发展集团预计 2017 年将投资 5-6 个项目，投资额和山东高速集团估计呈现 7:3 的状况。

铁路方面，“十三五”末规划新增运营里程 2600 公里，中长期（2030 年）前新增近 5000 公里，实现市市通高铁。“十三五”期间新开工鲁南高铁、潍坊至莱西、济南至聊城、济南至莱芜、济南至滨州东营高铁等 5 个铁路项目，建设里程 1011 公里，总投资 1425 亿元。山东省地方铁路投资主体为高速旗下山东铁投除了济青、鲁南高铁以外，还将新增 2600 公里的通车里程。城市轨道交通方面，目前山东 17 个地级市中，有 7-8 个城市申报了建设城轨系统的方案。

图表11：《山东省高速公路网中长期规划（2016-2030 年）》部分项目

持续期间	项目性质	里程	部分项目
2016—2020 年建设新建项目	新建	2,500 公里	东营高速东营至济南段、济徐高速济宁至鱼台（鲁苏界）段、潍坊至日照高速、莘县至南乐（鲁豫界）高速、蓬莱至栖霞高速、济广高速济南连接线、文登至莱阳高速、青兰高速泰安至鲁冀界段、董家口港疏港高速、秦滨高速埭口（鲁冀界）至沾化段、日照（岚山）至罗庄高速、高唐至东阿高速、沾化至临淄高速、新泰至睢宁高速枣庄至台儿庄（鲁苏界）段
	改扩建	800 公里	青银高速青岛至济南段、滨莱高速淄博西至莱芜段、长深高速东营至青州段、京沪高速莱芜至临沂（鲁苏界）段、济广高速巨野西至菏泽段、荷宝高速菏泽至东明段、济广高速济南至巨野段
2021—2030 年建设新建项目	新建	700 公里	青兰高速莱芜至泰安段、济南绕城高速二环线西环、荣乌高速威海绕城线、濮阳至阳新高速山东段、东吕高速济阳西枢纽至表白寺枢纽段、威青高速南延线
	改扩建	1,300 公里	沈海高速青岛至岚山（鲁苏界）段、环胶州湾高速、青银高速禹城至夏津段、泰新高速徂徕至新泰段、长深高速大高至滨州淄博界段、滨莱高速滨州淄博界至淄博西枢纽段、京台高速德州（鲁冀界）至齐河段、京台高速泰安至枣庄（鲁苏界）段、日兰高速日照至巨野段
新增规划线位			沾化至临淄高速南延至临沂
实施研究线位			梁山至五莲
新增研究线位			高青至广饶高速西延至济南机场

资料来源：《山东省高速公路网中长期规划（2016-2030 年）》、华泰证券研究所

## 投建一体化加速项目获取，投资收益增厚业绩

随着公司规模壮大和国家积极推进投融资体制改革，公司所从事的路桥养护施工业务对资金需求也越来越大，公司为顺应时代变化，其项目融资方式也由传统的通过银行借款逐渐向 PPP、入股施工一体化等多种融资方式转变。以投资带动施工的创新模式既赚取了工程施工利润，也能获取部分投资收益，有利于公司做大做强路桥施工主业。

截止 2016 年 12 月末，公司已取得入股施工一体化项目 7 个，合同金额合计 158.48 亿元，公司需出资 66.88 亿元（鲁南高铁项目采用均值计算）；已取得 PPP 项目 6 个，合同金额合计 12.10 亿元，公司出资 2.50 亿元。两种模式累计取得投资类项目 170.58 亿元，我们预计随着上述两种创新模式的持续推进，公司有望获得更多订单。

图表12: 截止2016年末公司已取得投资类项目统计

序号	项目名称	公告/公示时间	合同金额(亿元)	投资金额(亿元)
1	济南绕城高速济南连接线项目第一标段	2015年7月	18.74	4.50
2	龙口至青岛公路龙口至莱西(沈海高速)段工程施工	2016年2月	24.69	12.00
3	国高青兰线泰安至东阿界(含黄河大桥)段第一标段、第三标段	2016年3月	41.26	17.00
4	荣乌国家高速公路潍坊至日照联络线潍城至日照段工程第三标段	2016年3月	28.99	13.00
5	岚山至菏泽公路临枣高速至枣木高速段	2016年11月	12.36	6.00
6	长深高速高青至广饶段项目施工总承包	2016年12月	25.94	12.75
7	鲁南高铁临沂至曲阜段 LQTJ-3 标段	2016年12月	6.5	1.63
(1) 入股施工一体化项目合计			<b>158.48</b>	<b>66.88</b>
8	乐山市夹江县交通运输局夹江县石绵渡改公路桥工程 PPP 项目	2016年2月	0.48	0.05
9	乐山市夹江县交通运输局峨眉山至夹江联网畅通工程乐夹大道 PPP 项目	2016年4月	2.65	0.53
10	乐山市夹江县交通运输局夹江县 S307 千佛岩隧道工程 PPP 项目	2016年6月	1.46	0.29
11	乐山市夹江县交通运输局 S307 线夹江至木城段工程 PPP 项目	2016年7月	1.24	0.25
12	遂宁至蓬溪快捷通道(船山段)及配套道路建设 PPP 项目	2016年7月	1.80	0.40
13	萍乡市老城区海绵城市建设 PPP 项目标段二	2016年12月	4.47	0.98
(2) PPP 项目合计			<b>12.10</b>	<b>2.50</b>
(3) = (1) + (2) 投资类项目合计			<b>170.58</b>	<b>69.38</b>

资料来源: 华泰证券研究所

此次定增公司拟募集资金 30 亿元, 其中 16 亿元用于泰东路项目, 11 亿元用于龙青路项目。泰东路项目合同金额合计为 41.26 亿元, 建设期 4 年、回购期 3 年; 通过股权信托方式入股项目公司, 可获得投资净回报 4.42 亿元、施工利润总额 5.18 亿元, 共计 9.60 亿元, 项目毛利率为 12.56%, 资金回报率 4.75%。公司中标的龙青路项目合同金额 24.69 亿元, 建设期 3 年、回购期 3 年; 通过股权信托方式入股项目公司, 可获得投资净回报 2.41 亿元、施工利润总额 2.26 亿元, 共计 4.67 亿元, 项目毛利率为 9.14%, 资金回报率 4.75%。截止 2016 年末, 上述三个项目剩余合同额合计达 53.81 亿元, 16 年平均完工进度为 18.40%, 其中最大的泰东路项目去年完工百分比仅 8.4%。随着上述三个项目相继完工, 未来几年公司工程利润与投资收益有望实现较快增长。

### 同业竞争已解决, 海外业务有望加速拓展

一直以来, 公司不断耕耘越南和阿尔及利亚、安哥拉等非洲市场, 海外业务拓展取得积极进展。2014-2016 年, 公司分别实现海外收入 4.94、4.11、4.99 亿元, 占全部收入的比重分别为 7.22%、5.55%和 6.12%。2013-2015 年, 公司新签海外订单分别为 3.14、8.26 和 12.84 亿元, 今年新中标安哥拉 K.K.二期第一阶段大市政项目标段二、十红线范围内中央景观带以东道路及绿化工程项目, 项目金额 0.52 亿美元(约合人民币 3.61 亿元)。未来公司将继续“一带一路”的战略指引, 巩固越南市场以及以阿尔及利亚和安哥拉为中心的非洲市场, 拓展塞尔维亚等国家为主的东欧市场, 实现“一带一路”基础设施项目新突破。

2016 年, 公司为解决潜在同业竞争, 将外经公司的境外市政和公路类工程承包的资产和业务与公司的境外路桥工程施工板块共同组建路桥国际, 并由公司认缴 3300 万元持有 66.67%股权。公司 2012 年重组上市时, 高速集团承诺将外经公司注入。如果整体注入, 上市公司经营范围将延伸至对外经济援助类业务、油田服务、电厂运营, 不利于聚焦主业。另外, 外经公司承包项目带有一定公益性, 盈利能力不强, 所在地位于政治和安全风险较高的战争区域。山东高速集团旗下优质资产众多, 但仅有山东高速和公司两个上市平台, 存在资产整合预期。

外经公司 2015 年实现收入 13.56 亿元, 净利润 1.09 亿元。在存量项目方面, 路桥国际先行托管外经公司原东帝汶 LOT1 项目, 收取托管费。海外项目增量方面, 将由路桥国际为平台运作。路桥国际将成为山东高速集团直接经营海外市政和公路类工程承包业务的唯一平台。路桥国际将借助外经公司境外公路、桥梁工程项目信息和强大的投标和谈判能力, 加速海外施工业务发展。

## 盈利预测与估值

公司2016年新签重大施工订单(单项金额超过3.5亿元)约218.16亿元,是2016年收入的2.68倍,是2015年新签订单的2.03倍,创历史新高。公司披露年末剩余重大合同额184.22亿元,我们统计测算剩余合同额为205.72亿元,是2016年施工收入的2.63倍。按一般3年左右完工期来看,公司在手订单将在未来两年逐步释放。2017年以来,公司与葛洲坝联合体新签订单金额合计208.57亿元,若按传统的30%比例计算,公司取得份额约62亿元,2017年以来公司累计新签施工订单约73亿元,占去年施工收入的93%,公司目前在手订单累计约257亿元,是去年收入的3.29倍。

根据公司在手订单及进展,我们测算公司2017-18年施工收入分别为117/160亿元,收入分别同比增长48%、37%。不考虑股本摊薄,我们预计公司2017-19年EPS将分别达到0.53/0.71/0.93元,YOY+38%/35%/30%。目前可比公司对应2017年PE估值为22倍,而公司仅16倍PE,公司作为山东省路桥施工养护龙头,在高速集团下多条路段上能够获得施工、养护方面工艺技术和经验上的优势,籍此优势获取省内外订单,拓展海内外市场。考虑到公司订单情况、技术优势和国改预期,我们认为可给予公司17年20~25倍PE估值,对应价格区间为10.60~13.25元,维持“买入”评级。

图表13: 相关上市企业估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (x)		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
600284.SH	浦东建设	85.17	12.29	0.55	0.36	0.35	22.46	33.93	35.05
600039.SH	四川路桥	150.38	4.98	0.34	0.40	0.43	14.67	12.56	11.66
600820.SH	隧道股份	348.68	11.09	0.47	0.54	0.63	23.60	20.48	17.71
600512.SH	腾达建设	89.22	5.58	-0.03	0.07	0.18	-186.00	83.41	30.24
002062.SZ	宏润建设	73.54	6.67	0.27	0.25	0.31	24.88	26.79	21.85
601800.SH	中国交建	2,563.71	18.11	0.95	1.09	1.21	19.06	16.68	14.91
						<b>均值</b>	20.93	32.31	21.91
000498.SH	山东路桥	94.09	8.40	0.34	0.38		24.93	22.11	15.85

资料来源: wind, 华泰证券研究所

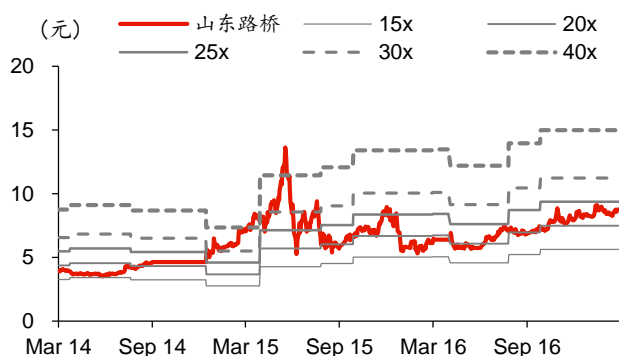
注: 表中市值及价格为2017年3月28日收盘价, 2015年PE均值剔除负值。

## 风险提示

宏观经济风险, 养护业务增长缓慢, 后续订单转化不达预期等。

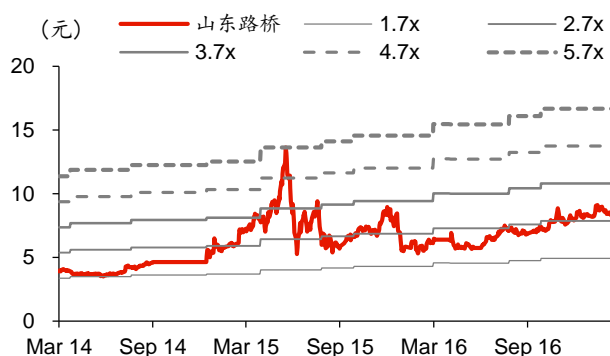
## PE/PB - Bands

图表14: 山东路桥历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 山东路桥历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所



## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,446	13,152	16,692	21,919	27,088
现金	749.61	2,338	2,338	2,338	2,338
应收账款	3,603	3,578	5,284	7,240	9,158
其他应收账款	537.28	843.45	1,246	1,707	2,159
预付账款	108.68	140.42	208.50	285.36	360.23
存货	3,427	5,340	6,908	9,627	12,338
其他流动资产	1,021	912.64	707.95	721.81	735.39
非流动资产	970.04	1,891	1,764	1,634	1,503
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	415.81	549.45	448.68	341.76	231.76
无形资产	27.89	42.70	40.50	38.26	35.97
其他非流动资产	526.34	1,299	1,275	1,254	1,235
资产总计	10,416	15,043	18,456	23,553	28,591
流动负债	7,327	10,104	13,038	17,335	21,329
短期借款	1,112	2,235	3,177	3,683	4,088
应付账款	4,393	5,621	7,611	10,660	13,515
其他流动负债	1,822	2,248	2,251	2,991	3,726
非流动负债	49.16	1,469	1,352	1,351	1,352
长期借款	0.00	1,300	1,300	1,300	1,300
其他非流动负债	49.16	168.95	51.97	51.48	52.29
负债合计	7,376	11,573	14,390	18,686	22,681
少数股东权益	3.17	3.80	5.54	7.88	10.93
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
资本公积	(556.62)	(556.62)	(556.62)	(556.62)	(556.62)
留存公积	1,768	2,198	2,905	3,704	4,745
归属母公司股	3,037	3,467	3,469	4,268	5,308
负债和股东权益	10,416	15,043	17,864	22,962	28,000

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	832.63	814.25	(821.32)	(354.70)	(230.21)
净利润	377.70	430.96	595.20	801.33	1,043
折旧摊销	67.98	133.22	127.08	129.63	131.01
财务费用	56.97	67.03	126.09	158.67	179.16
投资损失	0.00	(21.85)	(21.85)	(21.85)	(21.85)
营运资金变动	258.23	57.76	(1,713)	(1,541)	(1,680)
其他经营现金	71.75	147.13	65.23	118.68	117.66
投资活动现金	(52.37)	(963.97)	7.21	6.14	5.50
资本支出	55.25	81.72	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2.88	(882.25)	7.21	6.14	5.50
筹资活动现金	(861.81)	1,680	814.10	348.56	224.71
短期借款	(587.00)	1,123	941.90	506.38	404.30
长期借款	0.00	1,300	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1.68)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(273.12)	(743.07)	(127.79)	(157.82)	(179.59)
现金净增加额	(74.97)	1,544	0.00	0.00	0.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,419	8,148	12,033	16,488	20,855
营业成本	6,320	6,983	10,368	14,191	17,913
营业税金及附加	170.23	32.29	47.68	65.33	82.64
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	357.94	389.87	643.67	931.54	1,199
财务费用	56.97	67.03	126.09	158.67	179.16
资产减值损失	(14.76)	96.81	35.00	40.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	21.85	21.85	21.85	21.85
营业利润	528.68	600.93	834.31	1,123	1,463
营业外收入	5.99	6.25	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.08	3.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	532.59	604.10	834.31	1,123	1,463
所得税	154.89	173.14	239.12	321.93	419.17
净利润	377.70	430.96	595.20	801.33	1,043
少数股东损益	0.69	1.26	1.74	2.34	3.05
归属母公司净利润	377.01	429.71	593.46	798.99	1,040
EBITDA	653.63	801.18	1,087	1,412	1,773
EPS (元)	0.34	0.38	0.53	0.71	0.93

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.42	9.83	47.69	37.02	26.49
营业利润	23.23	13.67	38.84	34.63	30.21
归属母公司净利润	21.13	13.98	38.11	34.63	30.21
获利能力 (%)					
毛利率	14.81	14.30	13.84	13.93	14.11
净利率	5.08	5.27	4.93	4.85	4.99
ROE	12.42	12.39	17.11	18.72	19.60
ROIC	13.60	15.83	15.25	15.81	16.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.82	76.93	80.55	81.38	81.00
净负债比率 (%)	23.99	30.85	31.36	26.86	23.91
流动比率	1.29	1.30	1.28	1.26	1.27
速动比率	0.82	0.77	0.75	0.71	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.64	0.72	0.78	0.80
应收账款周转率	2.23	2.17	2.57	2.49	2.41
应付账款周转率	1.61	1.39	1.57	1.55	1.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.38	0.53	0.71	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.73	(0.73)	(0.32)	(0.21)
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.10	3.10	3.81	4.74
估值比率					
PE (倍)	24.96	21.90	15.85	11.78	9.04
PB (倍)	3.10	2.71	2.71	2.20	1.77
EV_EBITDA (倍)	14.67	11.97	8.82	6.79	5.41

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com