

2015 年 04 月 07 日

证券研究报告·公司研究·交通运输
重庆路桥（600106）调研报告

增持（维持）

当前价：7.83 元
目标价：11 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

攻守兼备的投资标的

投资要点

- **投资逻辑：**公司主营业务收入有协议保障且稳定；“三桥一路”的成本相对固定，每年仅略微增长；对外投资收益稳健，页岩气投资基金或成未来亮点；非重庆国企但享重庆国企改革红利；债务置换将逐步压制财务成本；未来并购预期明显，公司业绩增长稳健，未来投资回款将大幅度提高 EPS。
- **公司主营收入稳定。**公司的主要营业收入来自“三桥一路”，这四块经营性资产每年的收入都有相关的协议作为保障，非常稳定，不会有太大的波动。稳定的收入将成为公司未来业绩增长的坚实基础。
- **财务费用将得到控制。**公司的主要成本是财务费用，占比营业收入将近 50%，主要是过去几个 BOT 项目产生的融资成本所致。公司近年来通过一系列的手段降低财务费用压力，并取得明显成效。未来，公司的财务费用将呈现逐步下降的态势。
- **页岩气投资基金。**页岩气投资基金短期来看收益不明显，但所投资企业均是看中其未来的资本运作可能，如果预期实现，参股公司的资本运作将给公司带来巨大的投资回报。
- **重庆银行和渝涪高速的股权投资。**公司拥有重庆银行 6.33%和渝涪高速 33%的股权，这两家参股公司均是业绩增长相对稳定且风险较低的公司，成为公司主营以外利润的重要保障。
- **不是重庆国企，但享重庆国企改革红利。**公司并非重庆国企，但主要竞争对手重庆高速集团则是国企，且是地方平台公司，未来改革几率较高。如果重庆高速的国企改革预期兑现，重庆路桥有参与其部分优质项目的可能，将进一步巩固公司目前稳定的收入来源。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.27 元、0.32 元、0.60 元，未来三年增长稳健，给予公司 2015 年 34 倍估值，对应目标价 11 元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**协议收款或未能及时兑现、投资标的出现不可控风险。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	334.70	339.60	366.71	364.71
增长率	3.99%	1.46%	7.98%	-0.55%
归属母公司净利润（百万元）	274.46	250.81	290.59	540.38
增长率	17.93%	-8.62%	15.86%	85.96%
每股收益 EPS（元）	0.302	0.276	0.320	0.595
净资产收益率 ROE	12.10%	9.96%	10.34%	16.13%
PE	24.77	27.04	23.40	12.58
PB	3.00	2.70	2.42	2.03

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：熊莉

执业证号：S1250514080002

电话：023-63786278

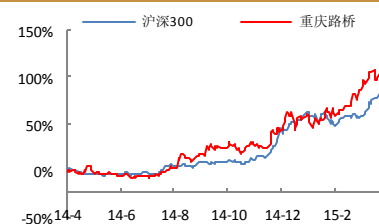
邮箱：xiongli@swsc.com.cn

研究助理：刘言

电话：023-67791663

邮箱：liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	9.08
流通 A 股(亿股)	9.08
52 周内股价区间(元)	3.41-7.95
总市值(亿元)	71.08
总资产(亿元)	61.63
每股净资产(元)	3.09

相关研究

1. 重庆路桥（600106）：净利润小幅增长，业绩基本符合预期（2014-10-30）
2. 重庆路桥（600106）：利润稳中有升，将受益于国企改革预期（2014-08-26）

目 录

一、主营稳健且结构清晰.....	1
二、财务成本有望压缩.....	3
三、投资收益稳健增长.....	3
四、并购预期是业绩增长的亮点.....	5
五、不是重庆国企却享国企改革红利.....	6
六、盈利预测与估值.....	8
风险提示.....	9

图 目 录

图 1: 2009-2013 年嘉华大桥 BOT 项目的营业收入（万元）	1
图 2: 2009-2013 年嘉华大桥 BOT 项目的营业成本（万元）	1
图 3: 2008-2013 年重庆路桥“三桥”的收入（万元）	2
图 4: 2008-2013 年重庆路桥“三桥”的成本（万元）	2
图 5: 2011-2013 年长寿湖旅游高速的营业收入（万元）	2
图 6: 2011-2013 年长寿湖旅游高速的营业成本（万元）	2
图 7: 2014 年 Q3 年公路与铁路运营上市公司的财务费用率	3
图 8: 2012-2014 年 Q3 重庆路桥的财务费用率	3
图 9: 2012-2014 年重庆银行的每股收益（元）	4
图 10: 2013-2014 年重庆银的每股派息（元）	4
图 11: 渝涪高速的营业利润（亿）	5
图 12: 渝涪高速的股权结构	5
图 15: 重庆路桥的股权结构	7

表 目 录

表 1: 20 家上市路桥公司的部分财务比率（2014 年 Q3）	5
附表: 财务预测与估值	10

一、主营稳健且结构清晰

公司的主要经营性资产分为“三桥一路”，加上部分对外股权投资所组成，资产结构相对简单明了。

三桥一路包括：嘉华大桥 BOT 项目，重庆长江石板坡大桥经营收费权、重庆嘉陵江石门大桥经营收费权、重庆长寿湖旅游专用高速公路 BOT 项目。这四块资产的收入在未来均可以大致确定。

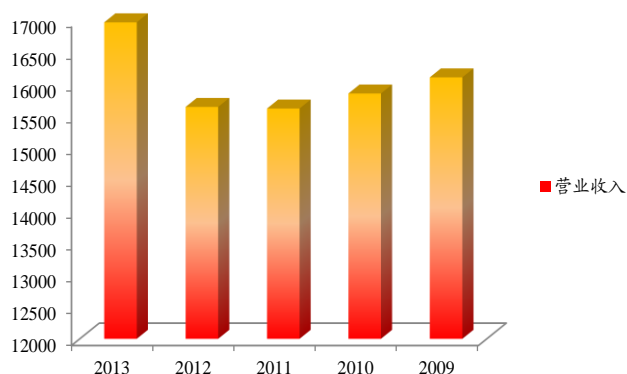
嘉华大桥 BOT 项目

嘉华大桥是公司以 BOT 模式兴建的一座连接江北区和渝中区的跨江陵江大桥，是重庆的主要桥梁之一。

根据公司和重庆城投公司签订的《重庆嘉华嘉陵江大桥 BOT 模式投资建设协议书》，重庆城投每年支付给公司一定的费用，作为公司 BOT 项目的收入。该笔费用的确定方式是：以 19.48 亿作为计价基数，每年支付计价基数的 10%，即嘉华大桥每年将为公司贡献收入约 1.94 亿。该协议有效期 27 年，从 2007 年起，到 2034 年结束。

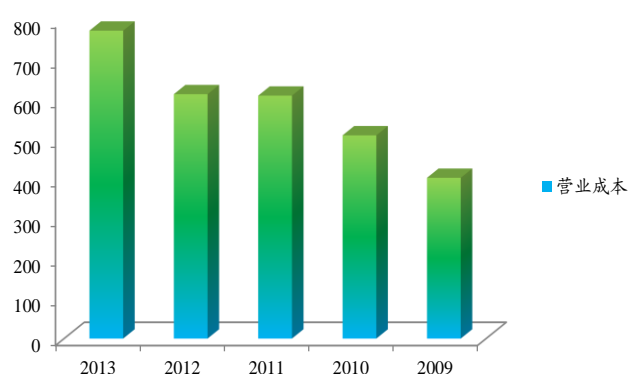
成本方面，由于嘉华大桥为新建大桥，维护费用相对较低，预计在未来三年内，维护成本在 800 万元左右。

图 1：2009-2013 年嘉华大桥 BOT 项目的营业收入（万元）



数据来源：wind，西南证券

图 2：2009-2013 年嘉华大桥 BOT 项目的营业成本（万元）



数据来源：wind，西南证券

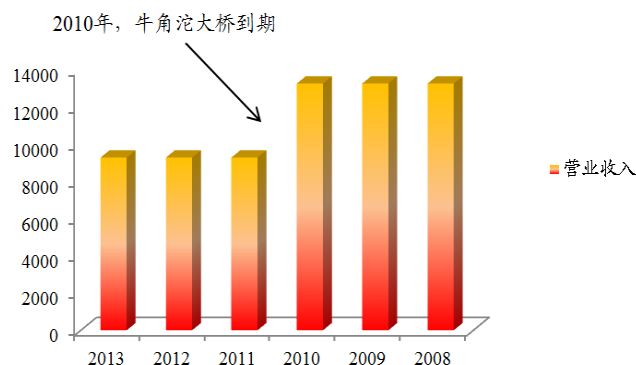
“三桥”项目

除了嘉华大桥以外，公司还有另外两座桥梁的经营收费权，分别是重庆长江石板坡大桥、重庆嘉陵江石门大桥，加上已经到期的重庆嘉陵江牛角沱大桥，并称为“三桥”。

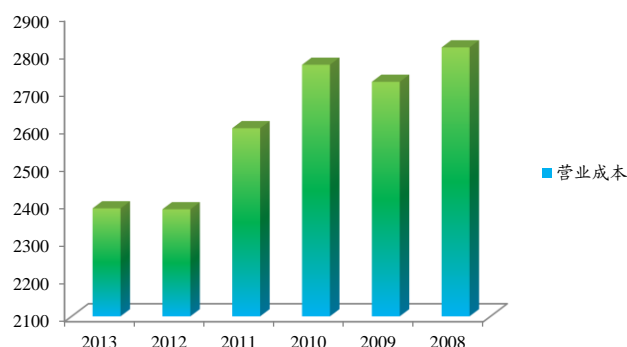
根据公司和重庆城投签订的协议《关于“三桥”委托收费的协议》，由重庆城投公司每年向公司支付一定的费用作为桥梁的经营收入。“三桥”的费用确定方式为：11800 万元/年为基数，从 2002 年开始每年递增 4%至 2004 年，随后保持不变。但随着“三桥”之一的重庆嘉陵江牛角沱大桥收费权限于 2010 年到期，重庆城投目前每年向公司支付 9291 万元。

重庆长江石板坡大桥的收费权限将于 2016 年年底到期，重庆嘉陵江石门大桥的收费权限将于 2021 年年底到期。另外，处置 2010 年到期的江陵江牛角沱大桥将为公司带来 1400 万左右的收入，该笔资金将在 2015 年到账。

成本方面，预计整体成本将维持在 2400 万元左右。“三桥”由于服役年限较长，维护费用高于嘉华大桥，但整体保持稳定，每年以非常缓慢的速度增长。

图 3：2008-2013 年重庆路桥“三桥”的收入（万元）


数据来源：wind，西南证券

图 4：2008-2013 年重庆路桥“三桥”的成本（万元）


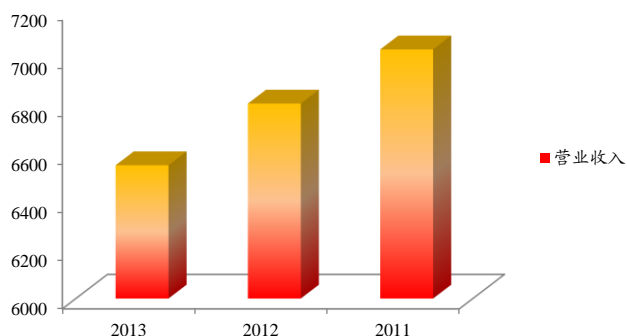
数据来源：wind，西南证券

长寿湖旅游专线高速 BOT 项目

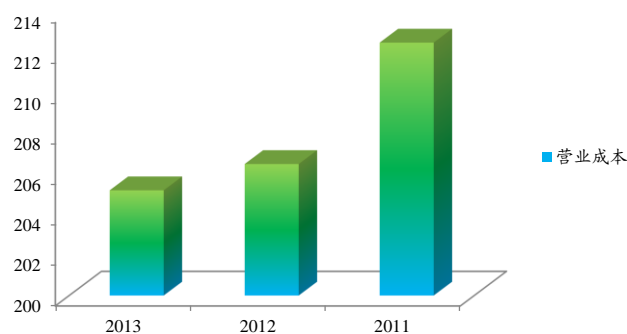
长寿湖旅游专线高速是公司以 BOT 模式兴建的全封闭高速公路，全长 9.5 公里。

根据公司和长寿区交通基础设施开发有限责任公司签订的《长寿湖旅游专用高速公路工程 BOT 模式投资建设协议书》，长寿基础设施开发公司每年向公司支付一定的费用作为公司 BOT 的项目收入。费用确定方式是：以 6.18 亿作为计价基数，每年支付计价基数的 11.5%；同时，当人民银行 5 年贷款利率高于 6.12% 的时候，将在 11.5% 的基础上增加高于 6.12% 的部分，该协议有效期 30 年，从 2010 年到 2040 年。即长寿湖旅游专线高速 BOT 项目将每年为公司贡献 7000 万元左右的收入。

成本方面，预计长寿湖旅游专线 BOT 项目的成本将维持在 200 万元到 250 万元的均衡水平，且近几年不会有太大变化。

图 5：2011-2013 年长寿湖旅游高速的营业收入（万元）


数据来源：wind，西南证券

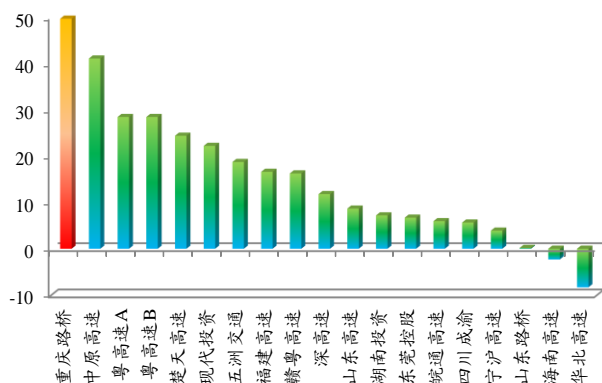
图 6：2011-2013 年长寿湖旅游高速的营业成本（万元）


数据来源：wind，西南证券

二、财务成本有望压缩

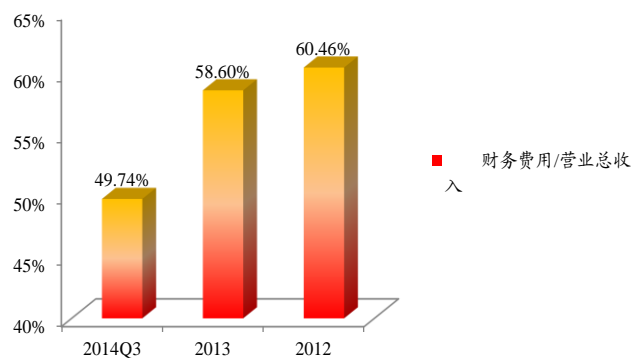
公司的财务成本占营业收入近 50%，且在上市公司里的铁路与公路板块财务费用占营业收入的比重最高，所以能否对财务费用进行控制将直接决定公司的利润水平。近年来，公司的财务费用占营业收入的比重逐年下降，显示前期 BOT 项目所导致的大量财务压力在不断改善，但由于前期财务费用过大，后续还有继续控制财务成本的要求。

图 7：2014 年 Q3 年公路与铁路运营上市公司的财务费用率



数据来源：wind，西南证券

图 8：2012-2014 年 Q3 重庆路桥的财务费用率



数据来源：wind，西南证券

重庆路桥于 2015 年 3 月 8 日，对外公开发售 8.6 亿债券，其中第一次发售 4.5 亿已经全部发售，利率为 5%，本期债券品种为 5 年期附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。在资金运用方面，全部 8.6 亿资金有 7.1 亿用于偿还银行贷款，1.5 亿补充运营资金，其中第一次发售的 4.5 亿中，有 3 亿用于偿还贷款，1.5 亿用于补充运营资金。公司预计年内这批债务将全部发售完成。

年内债务融资的 7 亿资金将对目前的债务进行部分替换，虽然现在无法确认这些资金对之债务的准确成本，但根据前面我们核算的 6% 左右的企业整体债务成本来算，将减少 2015 年应支付的财务费用约 700 万元。

长期来看，随着我国利率市场化的推进和金融体系的改革，未来企业融资难融资贵的尴尬将逐步好转。所以即使未来企业经营上没有新的突破，通过不断的改善财务成本也将推高企业的利润水平。

三、投资收益稳健增长

在公司的投资收益端，主要有三部分值得关注：

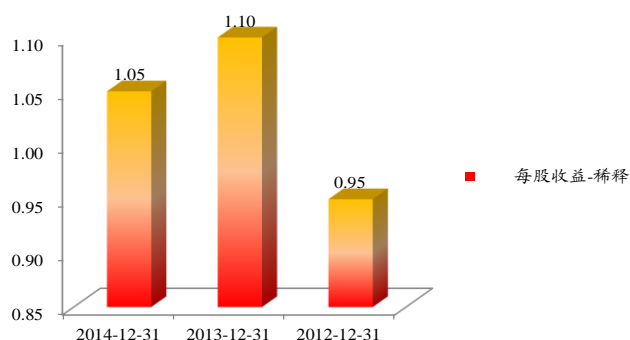
- 公司持有的重庆银行的股份；
- 公司持有的渝涪高速公路的股份；
- 公司投资的重庆联顺合气创业投资基金合伙企业（有限合伙）。

重庆银行的股权投资

重庆路桥持有重庆银行（1963.HK）1.71 亿股，约占总股本的 6.33%。根据重庆银行的公告，2014 年，重庆银行实现每股收益 1.05 元，每股分配红利 0.272 元，所以公司累计将获得现金红利 4651 万元（按成本法计算）；另外，重庆银行在 2014 年全年股价从 5.48 元上升至 5.99 元，上涨 9.31%，按权益法计算，也为公司赚取了大量的投资收益。

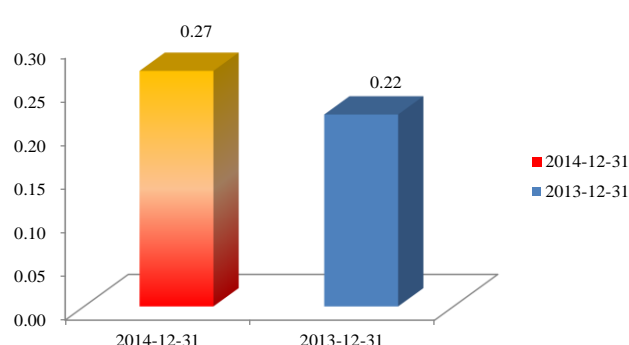
由于公司对于重庆银行的投资收益是按成本法计算；预计在 2014 年到 2016 年，重庆银行将保持目前的盈利水平大致不变，所以公司在重庆银行的股权投资也将带来较为稳定的回报。

图 9：2012-2014 年重庆银行的每股收益（元）



数据来源：wind，西南证券

图 10：2013-2014 年重庆银的每股派息（元）



数据来源：wind，西南证券

重庆渝涪高速公路有限公司的股权投资

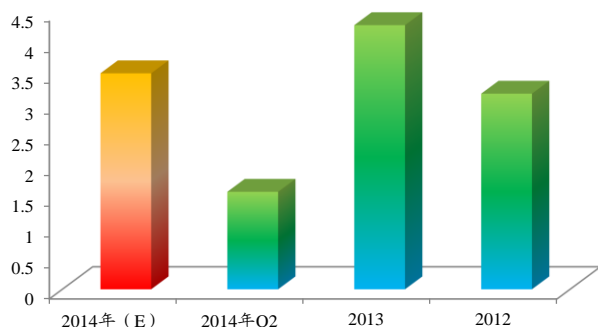
渝涪高速是公司可能的业绩增长点之一。

公司持有重庆渝涪高速公路有限公司 33% 的股权，2013 年，渝涪高速共实现利润 4.28 亿元，公司按其所占股份，按权益法计算共实现 1.41 亿的投资收益。预计 2014 年，渝涪高速将实现利润 3.2 亿，公司将因此获得 1.06 亿。

对于重庆路桥关于渝涪高速公路公司的股权，我们认为在目前的收益分红模式下，公司未来获取的投资收益将保持稳定，但增长却显得不足。

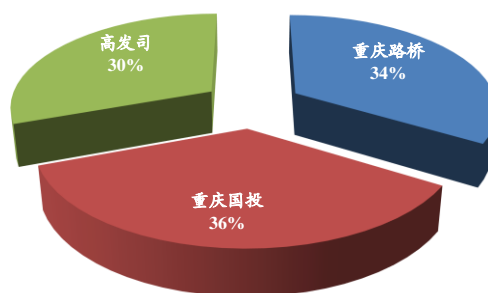
但我们认为，渝涪高速将是公司 2015 年业绩爆发的第一个关键点，原因是渝涪高速公路有限公司的股权结构中，重庆路桥的大股东之一，重庆国投持有 35% 的股权，在 2015 年重庆国投很有可能将这部分资产和上市公司的较为充足的货币资产进行置换，如果预期实现，将推动公司收益超过 1.2 亿，大幅度提高公司的业绩。

图 11: 渝涪高速的营业利润（亿）



数据来源: wind, 西南证券

图 12: 渝涪高速的股权结构



数据来源: wind, 西南证券

公司投资的重庆联顺合气创业投资基金合伙企业（有限合伙）

我们认为，此项投资是公司未来可能的业绩增长点之二。

本项目是一个产业投资基金，规模为 2.5 亿，重庆路桥出资 5000 万元，占比 20%。本基金并不是直接投资建设生产，而主要是投向页岩气产业所需要的相关机械的生产领域。目前公司承诺投资的 5000 万元已经全部投入。

我们认为，本项投资是未来公司可能的增长点的原因在于：虽然本项投资看似投向制造业，投资回报率并不会太高，但通过和公司以及其它合伙人的交流，我们发现，在投资标的的选择上该基金重点关注未来有并购扩张预期的企业，随着多层次资本市场的完善，这些企业在未来登陆资本市场具有可能性，届时将为公司的投资收益打开巨大的想象空间。

四、并购预期是业绩增长的亮点

根据以上分析可以发现，重庆路桥的自身业务稳健有余，但进取不足，未来想要获得业绩的明显增长更多的要寄希望于并购其他资产来实现。

我们认为，重庆路桥的并购前景广阔，原因是：1，公司有实力；2，公司有诉求。

从公司的并购能力来看，公司的现金流充足。

截止到 2014 年 Q3，公司账上约有 8.3 亿货币资金。良好的短期债务覆盖能力和足够的货币资金是公司具有并购能力的保障。重庆路桥在 2014 年 Q3 的流动比率为 9.02，现金比率为 5.98，在我们选取的 20 家公路与铁路为主营业务的上市公司之中排名第一，显示公司有突出的短期债务覆盖能力；资产负债率为 54%，位于行业的均值附近，显示公司的资产负债结构健康。

表 1: 20 家上市路桥公司的部分财务比率（2014 年 Q3）

指标名称	现金比率	流动比率	资产负债率 (%)
重庆路桥	5.98	9.02	54.54
华北高速	2.82	4.50	10.52
海南高速	1.00	4.62	14.62
四川成渝	0.82	1.53	55.76

指标名称	现金比率	流动比率	资产负债率(%)
赣粤高速	0.73	1.21	55.32
东莞控股	0.65	1.22	30.24
深高速	0.62	1.92	46.19
皖通高速	0.56	0.75	35.67
粤高速 A	0.52	0.63	55.68
粤高速 B	0.52	0.63	55.68
楚天高速	0.52	0.73	58.94
湖南投资	0.47	3.09	20.18
现代投资	0.38	0.89	62.44
山东高速	0.27	2.20	51.68
中原高速	0.25	0.60	80.81
五洲交通	0.20	1.25	75.97
福建高速	0.16	0.53	50.07
宁沪高速	0.10	0.88	25.62

数据来源: wind、西南证券

公司未来主要现金流稳定,“三桥一路”+“股权投资”均为回报较为稳定的资产,使得公司在并购道路上并没有太大的现金流压力。

从公司的资产结构来看,公司也有加快并购的诉求。

公司的主要资产“三桥一路”之中的石板坡长江大桥将于 2016 年年末到期,而江陵江石门大桥也将在 2021 年到期,届时公司目前稳定的现金流体系将出现“源水枯竭”的尴尬。所以,现实将倒逼公司采取各种行动来延续目前较为稳健的现金流体系。

五、不是重庆国企却享国企改革红利

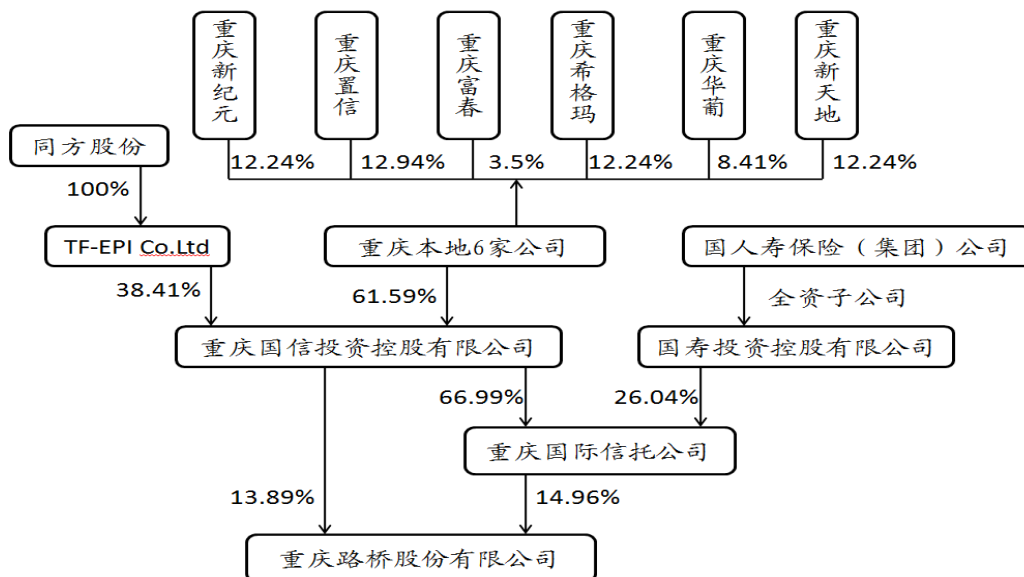
它不是重庆国企

表面上看,公司股权结构十分清晰,第一大股东为重庆国际信托(重国投),持股为 14.96%,从名字上来看,典型的地方性国企。

但如果深挖就发现,公司不仅很难找到实际控制人,而且是不是国企也很难确定。

公司的股权结构如下:

图 13: 重庆路桥的股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券

虽然表面上看，重庆国信投资控股有限公司在重庆路桥的股权比例中占比较高，但由于重庆国信的股权相当分散，导致目前重庆国信没有绝对的控股股东，所以对于重庆路桥而言，也没有真正意义上的控股股东。从我们了解的信息来看，大致可以确定以下两点：1，**重庆路桥绝非重庆国企**，更多意义上他属于由北京数个集团控制的企业；2，重庆国投董事会目前行驶着控股股东的职责。

公司虽然不是重庆国企，但享受重庆国企改革的红利

在重庆路桥建设领域，存在“一超+一强”的格局：一超是指重庆高速集团，其资产规模接近 1500 亿，承建了重庆主要的高速和城市快速道路网络；一强就是指重庆路桥股份有限公司，其是以现代股份制企业形式存在的上市公司，经营重庆的部分桥梁和高速公路。而其他行业参与者均在短期内难以撼动两者的地位。

表面上看，重庆路桥似乎在和重庆高速集团的竞争之中并无明显优势：从体量而言，重庆路桥的资产规模不及高速集团的 5%；从背景而言，重庆高速是重庆国资的八大平台公司，而重庆路桥现在连重庆国资委对其所属也有争议，虽说公司和重庆政府有各种各样的关系，但和高速集团相比，“娘家地位”高下立判。

但是，随着“重庆高速”国企改革的推进，虽然重庆路桥并非严格意义上的国有企业，但却是国有企业混合所有制改革的理想介入者。重庆路桥的主营业务为桥梁和道路的建设、运营、管理，这和重庆高速集团的主营基本吻合。前文也已经详细提到，重庆高速集团虽然体量巨大，但目前大量的财务成本压力使得企业的运营承受着一定的压力，公司对于补贴有严重的依赖性，有剥离部分资产来减轻财务压力的需要；另一方面，重庆高速集团是重庆“根正苗红”的地方国企平台，也是中央多次提到要整改的“地方融资平台公司”，所以无论是地方国企改革还是中央对清理平台公司的要求，都迫使重庆高速集团作出改革。

那么一旦重庆高速集团作出改革，无论是剥离旗下相关资产，还是部分项目实现混合所有制，重庆路桥都是最有力的参与者。重庆高速集团旗下多项路桥资产都相当优良，年收入过亿的高速公路就有 13 条，都是重庆路桥理想的混改参与标的。

六、盈利预测与估值

主营方面

收入端

三桥一路均有收益合同，收入可以基本确定。

- 嘉陵江石门大桥+石板坡长江大桥将在 2014 年到 2016 年贡献收入 9291 万元、9291 万元、9291 万元；
- 嘉华大桥预计在 2014 年的收入为 16969 万元；2015 年和 2016 年，因为前期需要抵扣的费用已经完成，故将实现协议收入 19480 万元；
- 长寿湖旅游高速专线预计在 2014 年到 2016 年贡献收入 6900 万元、7029 万元、7029 万元。
- 工程管理方面在 2014 年到 2016 年将贡献 800 万元、800 万元、600 万元。

综上，主营方面，公司 2014 年到 2016 年预计实现收入 33690 万、36600 万、36400 万。

成本端

- 嘉陵江石门大桥+石板坡长江大桥的成本支出基本不变，考虑桥梁老化导致成本缓步提高的问题，预计成本在 2014 年到 2016 年分别为 2300 万元、2400 万元、2500 万元。
- 嘉华大桥年的成本同样固定，随着年限的推移，成本缓慢微增长，预计在 2014 年到 2016 年，成本为 750 万元、800 万元、850 万元；
- 长寿湖旅游高速专线的成本同样固定，随着年限的推移，成本缓慢微增长，预计在 2014 年到 2016 年分别为 210 万元、240 万元、270 万元。
- 工程管理方面，预计成本在 2014 年到 2016 年分别为 476 万元、497 万元、247 元。

综上，2014 年到 2016 年，成本合计为 3736 万元、3937 万元、3867 万元。

三费方面

- 销售费用忽略不计
- 管理费用不会有大的变动，2014 年到 2016 年的费用率取过去三年的均值约 4.38%；
- 财务费用呈现逐渐下降的态势，预计 2014 年到 2016 年的费用率为 48%、44%、42%。

投资方面

- 考虑到渝涪高速因为涪陵地区的逐步发展，给与年收入 5%的增速，预计 2014 年到 2016 年向公司贡献利润 10560 万元、11088 万元、11642 万元。
- 考虑到重庆银行稳健的增长和重庆地区金融业的积极发展，给予重庆银行 10%的净利润增速，并假设派息比例不变，那么 2014 年到 2016 年将为公司贡献利润 4660 万元、5032 万元、5536 万元。
- 和北碚的合作项目将在 2016 年结束，届时将在 2016 年为公司返回资金 2.9 亿，相关投资收益暂时无法确认，暂不考虑。
- 页岩气投资基金由于无法确认未来投资企业的经营情况，暂不做考虑。

投资收益在 2014 年到 2016 年将为公司贡献利润：15220 万元、16120 万元、46178 万元。

处置资产方面

- 2015 年将处置江陵江牛角沱大桥，回收资金 1419 万；

合计

综上所述，预计公司在 2014 年到 2016 年的净利润为 25142 万元、29060 万元、54039 万元，对应的 EPS 为 0.27 元、0.32 元、0.60 元。

目前铁路与公路板块估值的中值为 29 倍，考虑到公司未来的并购预期、页岩气投资和北碚合作项目的潜在投资收益，给与估值 20%的溢价，即 34 倍的估值，合理的价格是 11 元，给予“增持”评级。

风险提示

重庆路桥的主要风险集中在以下几点：

- 1、政府的转移性支付政策出现变动。
- 2、公司投资的标的出现不可控因素。
- 3、相关资产到期后或对收入的稳定性产生压力。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	334.70	339.60	366.71	364.71	净利润	274.46	250.81	290.59	540.38
营业成本	36.27	37.36	39.37	38.67	折旧与摊销	15.92	67.98	67.98	67.65
营业税金及附加	18.90	19.18	20.71	20.60	财务费用	196.15	163.05	161.09	154.80
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-2.68	-2.68	-2.68	-2.68
管理费用	15.07	14.86	16.05	15.96	经营营运资本变动	259.33	52.00	-150.45	160.15
财务费用	196.15	163.05	161.09	154.80	其他	-487.64	-161.01	-179.38	-425.03
资产减值损失	-2.68	-2.68	-2.68	-2.68	经营活动现金流净额	255.54	370.76	187.16	495.28
投资收益	228.76	152.20	166.20	177.14	资本支出	-2.82	-50.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.90	0.00	0.00	0.00	其他	274	7.56	12.06	246.5
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	271.18	-42.44	12.06	246.50
营业利润	298.85	260.03	298.37	314.49	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.27	8.90	14.19	290.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	302.12	268.93	312.56	604.49	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	27.66	18.11	21.95	64.10	支付股利	72.61	0.00	0.00	0.00
净利润	274.46	250.81	290.59	540.38	其他	-23.71	-161.76	-159.70	-153.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	48.90	-161.76	-159.70	-153.42
归属母公司股东净利润	274.46	251.42	290.60	540.39	现金流量净额	575.62	166.57	39.52	588.36
资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	776.76	943.33	1058.72	1572.51	成长能力				
应收和预付款项	11.52	103.11	20.67	102.44	销售收入增长率	3.99%	1.46%	7.98%	-0.55%
存货	342.72	376.72	381.43	363.24	营业利润增长率	13.28%	-13.34%	9.65%	60.49%
其他流动资产	29.34	29.34	29.34	29.34	净利润增长率	17.93%	-8.40%	15.84%	85.77%
长期股权投资	1280.21	1432.41	1598.61	1775.75	EBITDA 增长率	12.80%	-2.78%	8.34%	52.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	354.38	294.37	234.35	174.33	毛利率	89.16%	89.00%	89.26%	89.40%
无形资产和开发支出	42.41	87.45	82.49	77.53	三费率	63.11%	52.39%	48.10%	46.61%
其他非流动资产	2876.90	2876.58	2876.25	2876.25	净利率	82.00%	74.03%	79.42%	148.35%
资产总计	5714.26	6143.32	6281.87	6971.41	ROE	12.10%	9.98%	10.36%	16.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.70%	7.01%	7.52%	10.87%
应付和预收款项	98.68	276.32	123.62	272.11	ROIC	10.22%	8.87%	9.45%	9.30%
长期借款	3085.61	3085.61	3085.61	3085.61	EBITDA/销售收入	153.25%	146.84%	147.32%	226.36%
其他负债	262.31	262.31	262.31	262.31	营运能力				
负债合计	3446.60	3624.24	3471.54	3620.03	总资产周转率	0.06	0.06	0.06	0.05
股本	907.74	907.74	907.74	907.74	固定资产周转率	0.94	1.15	1.56	2.09
资本公积	54.29	54.29	54.29	54.29	应收账款周转率	38682.19	4.14	4.48	4.47
留存收益	1305.63	1557.05	1848.29	2389.34	存货周转率	0.11	0.10	0.10	0.11
归属母公司股东权益	2267.66	2519.08	2810.33	3351.37	销售商品/劳务收入/现金收入	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2267.66	2519.08	2810.33	3351.37	资产负债率	60.32%	58.99%	55.27%	51.94%
负债和股东权益合计	5714.26	6143.32	6281.87	6971.41	带息债务/总负债	89.53%	85.14%	88.88%	85.24%
					流动比率	3.21	2.70	3.86	3.87
					速动比率	2.26	2.00	2.87	3.19
					股利支付率	26.46%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标				
EBITDA	512.92	498.67	540.24	825.57	每股收益	0.302	0.277	0.320	0.595
PE	25.53	27.87	24.11	12.97	每股净资产	2.498	2.775	3.095	3.691
PB	3.09	2.78	2.49	2.09					
PS	20.94	20.64	19.11	19.21					

EV/EBITDA	17.62	17.79	16.35	9.99	每股经营现金	0.282	0.408	0.206	0.546
股息率	0.010	0.000	0.000	0.000	每股股利	0.080	0.000	0.000	0.000

数据来源: WIND, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn