

业绩恢复性增长，国企改革渐行渐近

- 投资要点:** 1、公司目前是湖北省国资委控制下的唯一上市公司平台，母公司资产雄厚，国企改革渐行渐近；2、公司发布员工持股计划，公司管理层彰显对未来发展信心，迈出国企改革第一步；3、公司主业未来有望出现恢复性增长，外延发展预期强烈，国企改革具备看点。
- 母公司资产雄厚，国企改革渐行渐近。** 襄阳轴承的母公司三环集团是湖北省国资委履行出资人职责的省属大型制造企业，资产总额 190 亿元，主要从事专用汽车、汽车零部件和数控锻压机床产品的生产和经营。2014 年 6 月，湖北省政府正式发布《关于深化国有企业改革的意见》，为湖北省政府的国有企业改革方案提出了八项意见。2014 年 6 月 6 日，湖北在武昌召开全省深化国有企业改革工作会议，全面部署全省新一轮地方国有企业改革工作。
- 员工持股显信心，迈出改革第一步。** 2014 年 12 月 30 日公司发布公告，拟 6.25 元每股的价格，非公开发行不超过 1.2 亿股，募资不超过 7.5 亿元用于三环襄轴工业园二期建设项目。认购参与者方面，上银 28 号资管计划，上银 29 号资管计划为公司高管与核心人员，共计拟认购 1500 万股，上银 30 号的资金则来自非关联方，拟认购 8500 万股，新海天拟认购 2000 万股。
- 主业恢复性增长，未来值得关注。** 公司传统主业受制于下游需求低迷以及产品结构老化，近几年盈利能力持续下滑，公司募集的襄轴产业园项目由于尚未全部投产，折旧摊销等费用开支较大，进一步拖累公司业绩。公司近年来积极进行外延扩展，2013 年公司收购了波兰的克拉希尼克轴承公司是波兰第一家滚动轴承制造商，公司拥有波兰轴承产品约 8% 的市场份额，位居第五。我们认为公司未来的外延式发展预期与国企改革是公司的两大看点。
- 估值方面:** 我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.03 元、0.12 元、0.22 元，对应 5 月 20 日收盘价的动态市盈率分别是 314 倍、92 倍、48 倍。我们认为公司未来的主要看点在外延式发展与国企改革的推进，随着公司一期产业园的陆续投产，业绩有望实现恢复性增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 风险提示:** 改革进度或不达预期，外延拓展或遇阻，行业或需求放缓。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1266.75	1387.29	1599.62	1763.27
增长率	37.83%	9.52%	15.31%	10.23%
归属母公司净利润(百万元)	6.32	14.47	49.54	94.50
增长率	100.32%	128.82%	242.33%	90.75%
每股收益 EPS(元)	0.01	0.03	0.12	0.22
净资产收益率 ROE	0.70%	0.94%	3.12%	5.62%
PE	720.48	314.87	91.98	48.22
PB	4.14	2.44	2.36	2.23

数据来源: 公司公告, 西南证券

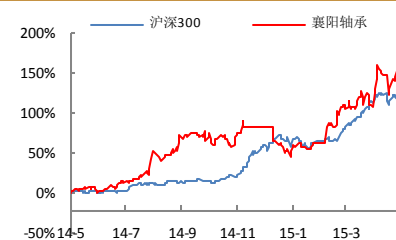
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
 执业证号: S1250515030001
 电话: 023-67898841
 邮箱: gaiox@swsc.com.cn

联系人: 简洁
 电话: 023-67610282
 邮箱: jjie@swsc.com.cn

联系人: 梁超
 电话: 023-67791327
 邮箱: lchao@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)	4.29
流通 A 股(亿股)	3.01
52 周内股价区间(元)	3.93-11.15
总市值(亿元)	45.57
总资产(亿元)	23.31
每股净资产(元)	2.44

相关研究

一、公司是国内汽车轴承老牌企业

襄阳轴承（000678）始建于1968年，是我国第四个五年计划期间国家投资1.2亿元人民币建设的专为我国汽车制造配套轴承的国家重点项目。公司现有职工2500余人，总资产13亿元，净资产5.3亿元，占地面积818亩，可生产0、2、3、4、5、6、7、8、N、U、QJ、K等十二类2000多个品种的公制轴承和英制圆锥轴承，年生产能力超过3000万套。公司现已形成重型、中型、轻型、微型、轿车等各种车型配套轴承的体系，在全国设立了28个销售分支机构，建有14个配送中心，是我国最大的汽车轴承制造专业生产厂家和国家重点轴承出口基地。

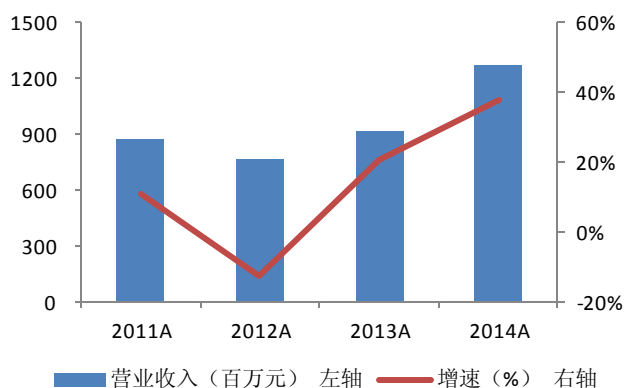
图1：公司主要汽车轴承类产品



数据来源：公司网站，西南证券

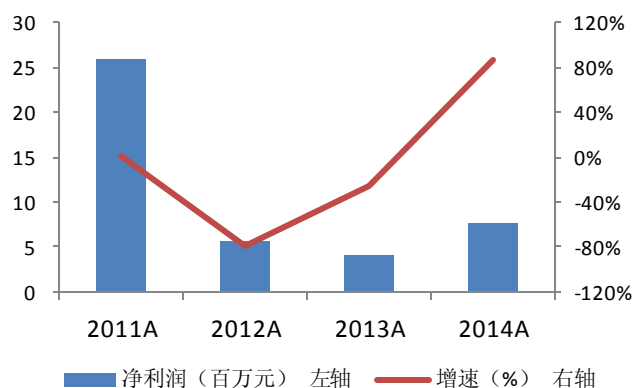
公司2013年收购波兰克拉希尼克滚动轴承股份有限公司后，整体营收与利润水平均呈现快速增长态势，2014年公司实现营收12.67亿元，较上年同期增长37.83%；利润总额为616万元，较上年同期下降8.61%；归属母公司股东净利润为632万元，较上年同期增长100.32%。

图2：2011-2014公司营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券

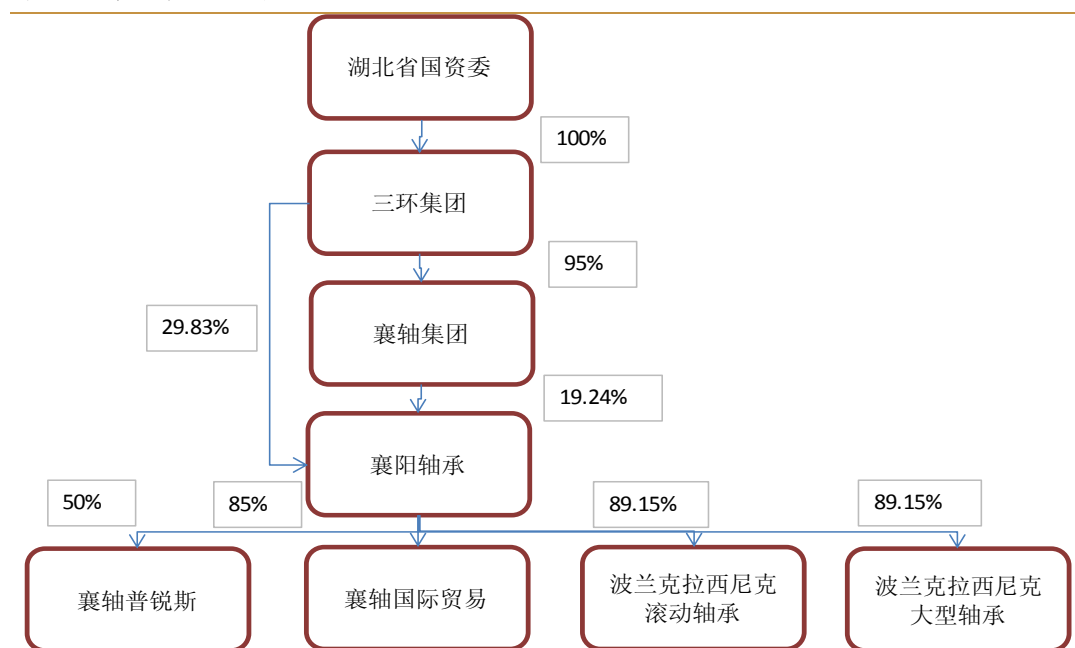
图3：2011-2014公司净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券

公司第一大股东为湖北三环集团，持有公司 29.83% 的股份，第二大股东为襄轴集团，持有公司 19.24% 的股份，实际控制人是湖北省国资委。公司下属合营公司、联营公司、子公司有 9 家，主要利润贡献来自于全资子公司襄阳普瑞斯轴承自动化设备公司、波兰克拉希尼克轴承公司与 FLK（华沙）有限公司。公司股权变更情况比较复杂，公司自 1993 年成立以来，控股股东为襄阳汽车轴承集团公司。2009 年，湖北省人民政府批准同意将襄轴集团 95% 的国有股权由襄樊市国资委无偿划转给三环集团。股权划转后襄轴集团成为三环集团的控股子公司，襄阳轴承的控制人发生变化，湖北省国资委成为最终控制人。2013 年公司向三环集团公司定向发行 12800 万股，三环集团公司成为襄阳轴承的第一大股东。

图 4：公司主要股权结构



数据来源：公司公告，西南证券

二、母公司资产雄厚，国企改革渐行渐近

襄阳轴承的母公司三环集团是湖北省国资委履行出资人职责的省属大型制造企业，资产总额 190 亿元，主要从事专用汽车、汽车零部件和数控锻压机床产品的生产和经营，集团下属生产企业 13 家，贸易企业 5 家，涵盖整车制造、汽车零部件制造、投资业务、房地产业务等领域。

表 1：三环集团主要下属公司

企业类别	企业名称	主营业务
生产企业	湖北三环专用汽车有限公司	专用汽车、底盘生产和销售
	湖北三环车身系统有限公司	汽车驾驶室总成、车身系统零部件开发、生产与销售
	湖北三环车桥有限公司	汽车前轴等长杆类锻件和汽车车桥总成的生产与销售
	湖北三环锻造有限公司	采用模锻工艺生产钢质模锻件
	襄阳汽车轴承集团公司	汽车轴承的生产与销售
	湖北三环车灯有限公司	机动车照明系统研发和制造

企业类别	企业名称	主营业务
	湖北三环铸造股份有限公司	汽车和工程机械铸造件的生产与销售
	湖北三环汽车电器有限公司	汽车电器类产品的生产与销售
	湖北三环汽车工程塑料有限公司	轿车配套生产各种内饰件
	湖北三环汽车方向机有限公司	汽车转向器及转向系零部件的生产与销售
	马勒三环气门驱动（湖北）有限公司	发动机进、排气门的生产与销售
	湖北三环锻压设备有限公司	数控机床、冷锻机等机械设备的生产与销售
	湖北三环离合器有限公司	汽车离合器的生产与销售
贸易企业	湖北三环汽车投资有限公司	国内外著名品牌汽车代理、服务
	湖北省金属材料总公司	钢材贸易、物资仓储、钢材加工业务，兼营重油、矿石和煤炭经营等
	湖北三环成套贸易有限公司	金属及非金属材料、机床设备、机电产品、工程机械、仪器仪表的批零兼营；并代理各类商品及技术进出口服务以及各类机电产品的技术开发及信息服务
	湖北三环房地产开发有限公司	工程项目选点、规划设计、建筑施工、材料供货、装饰装修等综合开发
	深圳市湖北宝丰实业有限公司	进出口贸易、国内商业、房地产租赁经营、酒店业、高科技项目开发。

数据来源：公司网站，西南证券

湖北省国资委原下属的上市公司平台有两个：襄阳轴承（000678）与湖北能源（000883）。湖北能源主营能源投资、开发与管理，主要股东为湖北省国资委、中国长江电力股份有限公司、中国国电集团公司等。2014年6月，湖北省政府正式发布《关于深化国有企业改革的意见》，为湖北省政府的国有企业改革方案提出了八项意见。2014年6月6日，湖北在武昌召开全省深化国有企业改革工作会议，全面部署全省新一轮地方国有企业改革工作。湖北省副省长许克振出席会议并作了动员讲话，湖北国资委主任、党委书记文振富解读了《意见》并作了工作部署，武汉市、襄阳市、三环集团、省联投集团等单位交流发言。湖北能源2014年11月18日发布公告称接控股股东湖北省人民政府国有资产监督管理委员会通知，称其正在筹划与本公司相关的重大事项，公司股票自2014年11月18日开市起停牌，2015年5月9日公司发布非公开发行股票方案，湖北能源拟向三峡集团与陕煤化集团共计发行11.43亿股，发行完成后公司的实际控制人变更为三峡集团。

表 2：湖北省关于深化国有企业改革的意见主要内容

八项意见	具体内容
明确总体要求	1、基本目标。到2020年，形成更加符合基本经济制度和社会主义市场经济要求的国有经济实现形式等。 2、主要任务。一是大力推进国有企业产权多元化；二是运营好国有资本，优化国有经济布局，提高国有资本配置效率；三是完善国有资产监管体制，转变国有资产监管方式；四是切实做好国有企业与其他市场主体融合的文章； 3、企业分类。因地因企制宜，对国有企业实行科学分类。
多种途径发展混合所有制经济	4、大力推进国有企业产权多元化。通过引进战略投资者、股权置换、项目合作、改制上市等多种方式，实现国有企业投资主体多元化。 5、全面深化公司制股份制改革。 6、不断提升国有资本证券化率。按照上市一批优势企业、重组一批上市公司、培育一批后备企业的思路，加快推进国有企业上市，打造公众公司。2020年，力争将全省国有资本证

八项意见	具体内容
	券化率提高到 50%。 7、积极探索企业员工持股的有效方式。
大力推进国有经济战略性调整	8、分类推进调整重组。对公共服务类企业，保持国有资本控股地位；对其他企业，不要求国有控股，有的甚至可以全部退出。 9、主动进入优势项目和产业领域。 10、加快劣势企业退出。
着力完善现代企业制度	11、全面推进规范董事会建设。 12、创新监事会监督方式。 13、进一步深化企业内部“三项制度”改革。
创新选人用人和激励约束机制	14、完善企业领导人员管理体制。 15、建立市场化导向的选人用人机制。 16、实施有效的激励约束。
以管资本为主完善国有资产监管体制	17、切实推进政企分开。 18、建立运转有效的国有资本投资运营平台。 19、调整优化国有资产监管机构的职能和履职方式。 20、完善国有资本经营预算制度。 21、切实提高依法履行出资人职责的能力和水平。
创新国有企业党的建设	22、创新党建工作机制。 23、创新党风廉政建设体制机制。 24、创新企业文化建设。
切实加强国有企业改革的组织领导	24、创新企业文化建设。 26、完善配套政策。 27、形成支持合力。 28、积极大胆探索。

数据来源：湖北省政府网站，西南证券

2014 年下半年至 2015 年上半年，湖北省的相关领导，包括省长、副省长、人大副主任、国资委主任频繁考察襄阳轴承的母公司三环集团，就公司经营管理与国企改革做出重要指示。

表 3：湖北省相关领导调研三环集团情况

时间	领导	内容
2015-2-28	湖北省省长王国生、副省长许克振	工业经济运行和深化国有企业改革进行调研
2015-1-6	湖北省人大常委会副主任赵斌	强调公司要进一步增强改革开放意识、创新驱动意识，不断为全省国有企业改革创造、提供更多更好的经验。
2014-9-29	省国资委主任文振富、副主任彭瑜	考察企业生产经营情况，调研改革发展工作

数据来源：公司网站，西南证券

三、员工持股显信心，迈出国改第一步

2014年12月30日公司发布公告,拟6.25元每股的价格,非公开发行不超过1.2亿股,募资不超过7.5亿元用于三环襄轴工业园二期建设项目、偿还银行贷款和补充流动资金。认购参与者方面,上银28号资管计划为由襄阳轴承第一期员工持股计划中公司部分董、监、高人员、核心人员认购的专用于本次定增的资产管理计划,该计划的认购上限为500万股。同时,上银29号则由上述员工持股计划中,除董、监、高、核心人员以外的其他员工认购,其拟认购不超过1000万股。上银30号的资金则来自非关联方,拟认购8500万股。新海天拟认购2000万股。

表 4: 定增内容与员工持股计划

募投项目	募投资金(万元)	认购人员	认购数量(万股)	备注
工业园二期项目	52000	上银28号资管计划	500	高管与核心员工
偿还银行贷款	10000	上银29号资管计划	1000	其他员工
补充流动资金	12000	上银30号资管计划	8500	非关联方
		湖北新海天	2000	私募股权基金

数据来源: 公司公告, 西南证券

公司于2012年开始建设工业园一期工程,目前一期工程建设的厂房、相应配套公用工程以及大部分设备均已投入使用,尚有部分设备正在进行安装调试。本次募集资金所投项目是在上述一期工程的基础上,进一步扩大轿车轴承成品、圆锥滚子轴承、轿车等速万向节配套零部件产能,同时促进公司产品结构调整,具体包括轿车轴承分厂、滚动体分厂、车削分厂、锻压分厂、保持架分厂厂房建设及设备投资项目。项目建成后,公司将新增轿车轮毂轴承年产量250万套、商用车圆锥滚子轴承年产量550万套、轿车等速万向节年产量50万辆份,实现年销售收入7.04亿元,其中轿车轮毂轴承3.09亿元、商用车圆锥轴承2.02亿元,轿车等速万向节1.93亿元。

表 5: 公司定增项目盈利测算

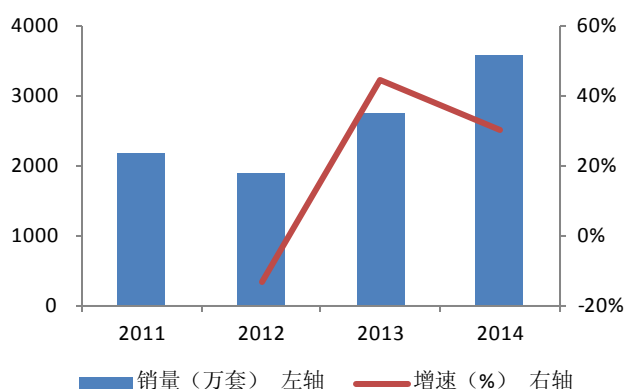
项目	单位	金额
销售收入	亿元/年	7.04
利润总额	亿元/年	0.96
净利润	亿元/年	0.82
静态投资回收期	年	7.56
内部收益率	%	12.14

数据来源: 公司公告, 西南证券

四、主业恢复性增长，未来看点在外延发展与国企改革

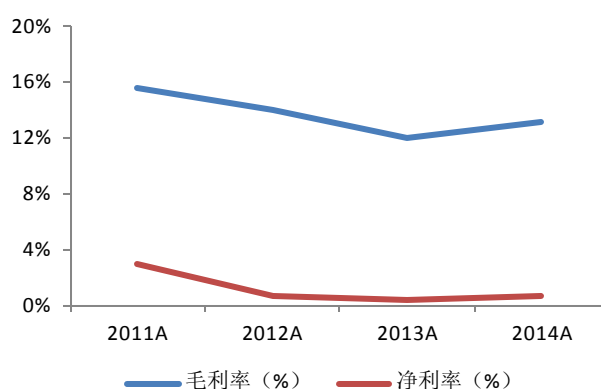
公司传统主业受制于下游需求低迷以及产品结构老化，近几年盈利能力持续下滑，另外公司募集的襄阳轴承产业园项目由于未能全部达产，导致公司折旧摊销等费用开支较大，进一步拖累了公司业绩。

图 5：2011 年-2014 年公司轴承产品销量



数据来源：公司公告，西南证券

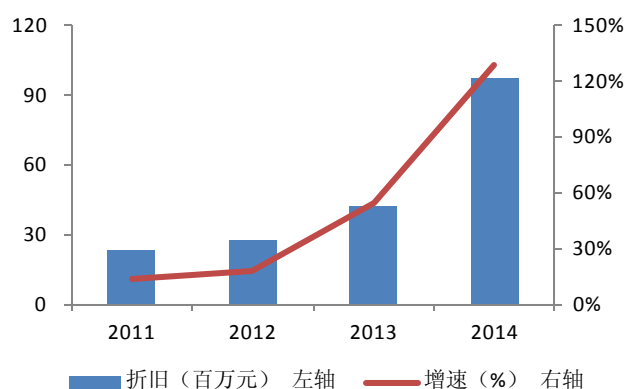
图 6：2011 年-2014 年公司净利率毛利率



数据来源：公司公告，西南证券

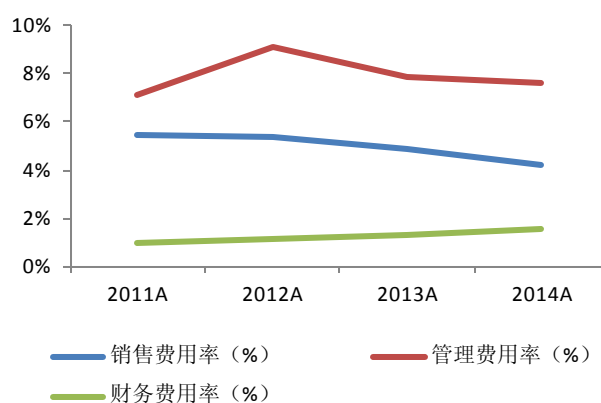
2012 年公司定向增发募集 6.83 亿元建设襄阳轴承产业园一期，项目建成后，公司将新增商用车圆锥滚子轴承产量 1200 万套、轿车等速万向节 100 万辆份。项目达产后年新增销售收入 8.28 亿元，年新增利润总额 0.93 亿元，税后内部收益率 12.51%，税后投资回收期为 7.58 年（含建设期 3 年）。产业园一期工程在 2014 年陆续投产，折旧压力逐年加大，2014 年公司当年折旧为 0.97 亿元，同比增长 128.98%，公司的三费控制合理，销售费用率与管理费用率近年来呈下降趋势，财务费用率略微增长。

图 7：2011 年-2014 年公司年折旧情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 8：2011 年-2014 年公司三费率情况



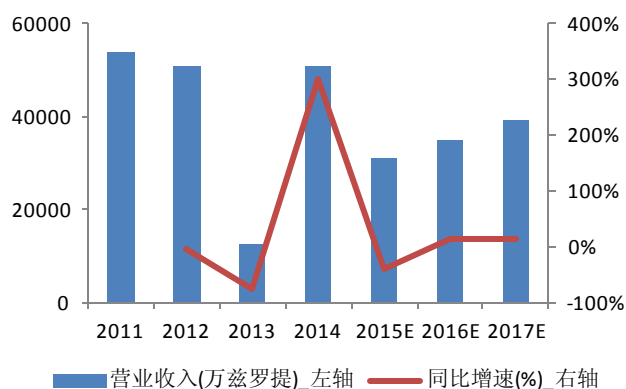
数据来源：公司公告，西南证券

公司近年来积极进行外延扩展，2013 年公司收购了波兰工业发展局控股的克拉希尼克轴承公司 89.15% 的股份，交易价格 1.03 亿兹罗提（约合人民币 2.03 亿元）。该克拉希尼克是波兰第一家滚动轴承制造商，公司拥有波兰轴承产品约 8% 的市场份额，位居第五，同时也是波兰本土最大的滚动轴承制造企业。旗下子公司 ZLW 成立于 2003 年 11 月 18 日，是克拉希尼克从其大型轴承生产部门中剥离出来成立的，是目前波兰唯一生产大尺寸滚动轴承的厂家。

克拉希尼克公司目前的主要产品为轴承,每年生产约800种,超过1600个不同型号的轴承。公司产品主要用于汽车零部件,如变速器、电动机、重型机械的后轴及变速箱、半挂车轴及减速器等汽车和重型机械设备零配件,是众多汽车制造企业的OEM供应商。此外,其产品还应用于采矿业、冶金业、农业机械、铁路车辆等领域。

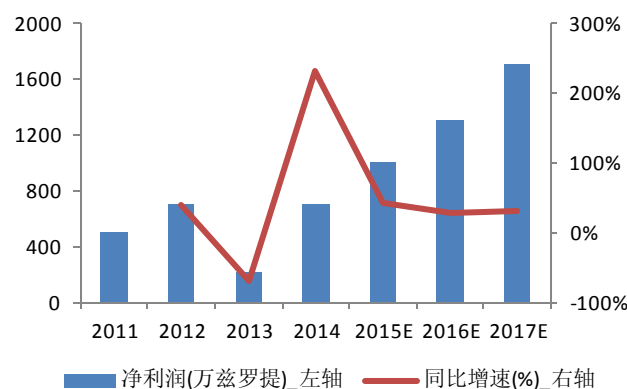
克拉希尼克公司在轴承行业拥有60余年的经验,熟悉欧洲市场,同时拥有一定数量的优秀管理和技术人才。本次收购有利于襄阳轴承加快进军欧美市场,实现国际化经营布局,同时取得更多国际运作经验。襄阳轴承的主要产品为轴承和万向节,目前主要应用于汽车行业,克拉希尼克目前的轴承产品除应用于汽车行业外,还广泛应用于采矿设备、铁路车辆、冶金机械、农业机械等领域。通过本次交易,襄阳轴承除在汽车行业可以产品互补外,在其他行业的产品线将实现较大增加。克拉希尼克的轴承产品主要为出口,客户包括德国、法国、意大利等欧洲发达国家的众多优质客户;同时克拉希尼克也是波兰本土最大的滚动轴承制造企业,拥有完善的研发体系、高素质的员工队伍和优良的生产工艺,并在大型轴承等领域具有突出优势。襄阳轴承可以通过与克拉希尼克之间的原材料供应链、客户资源和技术资源共享,提高双方技术工艺水平,实现全球采购,降低生产成本,扩大公司整体营业规模,经营实力和抗风险能力。

图 9: 2011 年-2014 年克拉希尼克轴承公司的营收情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 10: 2011 年-2014 年克拉希尼克轴承公司的净利润情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

五、盈利预测与投资建议

我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.03 元、0.12 元、0.22 元,对应 5 月 20 日收盘价的动态市盈率分别是 314 倍、92 倍、48 倍。我们认为公司未来的主要看点在外延式发展与国企改革的推进,随着公司一期产业园的陆续投产,业绩有望实现恢复性增长,首次覆盖,给予公司“增持”评级。

表 6: 公司业务拆分预测表

		2014 年 A	2015 年 E	2016 年 E	2017 年 E
轴承	收入（百万元）	991.13	1,090.24	1,253.78	1,379.16
	增速	46.88%	10.00%	15.00%	10.00%
	成本（百万元）	872.46	948.51	1,065.71	1,130.91
	毛利率(%)	11.97%	13.00%	15.00%	18.00%
万向节	收入（百万元）	175.85	193.44	222.45	244.70
	增速	9.50%	10.00%	15.00%	10.00%
	成本（百万元）	134.24	154.75	175.74	190.86
	毛利率(%)	23.66%	20.00%	21.00%	22.00%
十字轴	收入（百万元）	17.82	26.73	34.75	41.70
	增速	109.89%	50.00%	30.00%	20.00%
	成本（百万元）	14.81	21.92	28.15	33.36
	毛利率(%)	16.89%	18.00%	19.00%	20.00%
整体收入	收入（百万元）	1,196.6	1,310.4	1,511.0	1,665.6
	增速	39.33%	9.52%	15.31%	10.23%
	成本（百万元）	1,033.3	1,125.2	1,269.6	1,355.1
	毛利率(%)	13.64%	14.14%	15.98%	18.64%

数据来源: wind, 西南证券

表 7: 可比公司相对估值

公司代码	公司名称	收盘价 (2015-5-20)	EPS			PE		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
002553	南方轴承	16.72	0.38	0.47	0.62	45	70	54
002708	光洋股份	29.42	0.34	0.52	0.62	87	57	47
600698	湖南天雁	11.32	0.01	0.07	0.09	765	172	129
600166	襄阳轴承	10.62	0.01	0.03	0.12	720	315	92

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测表

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1266.75	1387.29	1599.62	1763.27	净利润	6.82	17.62	60.30	115.03
营业成本	1099.97	1191.19	1344.08	1434.63	折旧与摊销	103.74	209.53	223.40	238.40
营业税金及附加	4.61	5.05	5.82	6.42	财务费用	19.42	21.72	14.62	14.66
销售费用	53.83	64.42	72.78	79.89	资产减值损失	5.27	0.00	0.00	0.00
管理费用	96.74	110.40	125.40	138.33	经营营运资本变动	86.75	-26.88	-36.81	-31.71
财务费用	19.42	21.72	14.62	14.66	其他	-205.96	9.25	-1.66	-0.71
资产减值损失	5.27	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	16.05	231.23	259.85	335.67
投资收益	0.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-252.92	-43.00	-170.00	-170.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	76.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-176.87	-43.00	-170.00	-170.00
营业利润	-13.02	-5.49	36.93	89.34	短期借款	58.04	-191.34	0.00	0.00
其他非经营损益	19.18	23.96	23.63	23.00	长期借款	-62.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.16	18.47	60.56	112.34	股权融资	0.00	750.00	0.00	0.00
所得税	-1.54	0.85	0.26	-2.69	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	7.70	17.62	60.30	115.03	其他	43.76	-89.36	-14.62	-14.66
少数股东损益	0.50	3.14	10.76	20.53	筹资活动现金流净额	39.74	469.30	-14.62	-14.66
归属母公司股东净利润	6.32	14.47	49.54	94.50	现金流量净额	-126.12	657.53	75.24	151.01
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	149.85	807.38	882.62	1033.63	成长能力				
应收和预付款项	308.95	378.84	435.08	470.87	销售收入增长率	37.83%	9.52%	15.31%	10.23%
存货	461.96	491.02	556.89	595.63	营业利润增长率	-152.48%	-142.20%	572.23%	141.91%
其他流动资产	5.98	6.55	7.55	8.32	净利润增长率	85.78%	128.82%	242.33%	90.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	208.08%	104.97%	21.79%	24.53%
投资性房地产	2.04	2.04	2.04	2.04	获利能力				
固定资产和在建工程	1004.67	871.01	850.48	814.94	毛利率	13.17%	14.14%	15.98%	18.64%
无形资产和开发支出	286.51	253.64	220.78	187.91	三费率	13.42%	14.17%	13.30%	13.21%
其他非流动资产	22.06	22.06	22.06	22.06	净利率	0.61%	1.27%	3.77%	6.52%
资产总计	2242.02	2832.55	2977.50	3135.41	ROE	0.70%	0.94%	3.12%	5.62%
短期借款	391.34	200.00	200.00	200.00	ROA	0.19%	0.34%	0.62%	2.03%
应付和预收款项	432.12	503.98	571.82	604.75	ROIC	0.55%	1.05%	3.66%	7.62%
长期借款	22.11	22.11	22.11	22.11	EBITDA/销售收入	8.69%	16.27%	17.19%	19.42%
其他负债	297.07	235.74	252.55	262.51	营运能力				
负债合计	1142.65	961.83	1046.48	1089.37	总资产周转率	0.58	0.55	0.55	0.58
股本	429.08	549.08	549.08	549.08	固定资产周转率	1.85	1.79	2.17	2.53
资本公积	565.45	1195.45	1195.45	1195.45	应收账款周转率	4.94	4.85	4.67	4.63
留存收益	71.01	85.48	135.03	229.53	存货周转率	2.51	2.48	2.52	2.46
归属母公司股东权益	1061.82	1830.02	1879.56	1974.06	销售毛利率/净利率/EBITDA/营业收入	84.21%	—	—	—
少数股东权益	37.55	40.69	51.45	71.98	资本结构				
股东权益合计	1099.37	1870.71	1931.01	2046.04	资产负债率	50.97%	33.96%	35.15%	34.74%
负债和股东权益合计	2242.02	2832.55	2977.50	3135.41	带息债务/总负债	36.18%	23.09%	21.22%	20.39%
					流动比率	0.91	2.02	2.05	2.19
					速动比率	0.46	1.43	1.44	1.57
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	110.14	225.75	274.94	342.40	每股收益	0.01	0.03	0.12	0.22
PE	738.12	322.58	94.23	49.40	每股净资产	2.56	4.36	4.50	4.77
PB	4.25	2.50	2.42	2.28	每股经营现金	0.04	0.54	0.61	0.78
PS	3.69	3.37	2.92	2.65	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	45.17	23.75	19.22	15.00					
股息率	—	—	—	—					

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

地址：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

地址：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

地址：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

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

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

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn