

## 招商轮船 (601872.SH) 水上运输行业

评级: 增持 首次评级

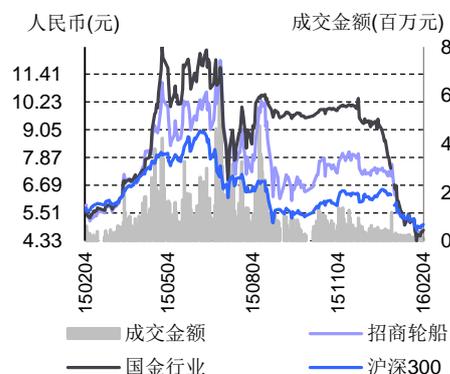
公司研究

市场价格(人民币): 4.79元  
 目标价格(人民币): 5.00-5.50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)	4,720.92
总市值(百万元)	25,384.40
年内股价最高最低(元)	12.00/4.59
沪深300指数	2984.76
上证指数	2781.02



## 远洋能源运输领军者, 油运景气提振业绩

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	-0.463	0.042	0.216	0.162	0.167
每股净资产(元)	2.10	2.14	2.36	2.53	2.71
每股经营性现金流(元)	0.10	0.23	0.25	0.73	0.51
市盈率(倍)	-5.23	148.28	32.87	29.04	28.10
行业优化市盈率(倍)	58.32	124.12	174.21	109.82	109.82
净利润增长率(%)	N/A	N/A	470.74%	-24.96%	3.34%
净资产收益率(%)	-22.06%	1.98%	10.28%	7.19%	6.94%
总股本(百万股)	4,720.92	4,720.92	5,299.46	5,299.46	5,299.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司主营油轮、散货船和 LNG 船运输业务:** 公司是国内历史悠久、最具经验的能源运输企业。油轮运输收入, 2014 年占比达到 72%, 2015 年上半年占比达到 90%。由于航运周期性较强, 公司业绩波动较大, 预计 2015 年净利润同比增长 450%-500%, 主要源自油轮运输业务景气度上升。
- **原油运输市场阶段性复苏:** 油价大幅下跌, 原油运价大涨, 公司成本端改善。供需改善, 主要经济体尤其国内加大了原油进口量, 同时原油期货升水助推储油套利, 而近年来 VLCC 运力供给增速放缓, 油轮产能利用率处于较低水平。TD3 航线(中东—日本) VLCC 的 TCE 均价, 估算 2014 年上涨了约 55%, 2015 年上涨了约 140%。新加坡船用燃油价格 CST380 均价, 估算 2015 年同比下降了 50%。招商轮船燃油费在成本中占比约 40%, 预计 2015 年能节省 2-3 亿元燃油成本。
- **油运市场尚难以看到大周期性的拐点:** 消费需求目前难以持续性的大幅转好。随着中国步入工业化后期阶段, 经济增速也将进入新常态, 需求端疲软。同时发达国家原油需求高峰期已过, 原油的消费需求弹性较小。而低油价时加强储备, 与原油期货升水带来的储油套利等需求, 空间和持续性值得商讨。目前, 油轮产能利用率处于相对低位, 订单攀升, 运力供给的弹性可能超预期。
- **预计 2016 年油价大概率呈现前低后高的走势:** 油价越低, 石油市场再平衡速度越快。下半年随着供需态势好转, 油价有望上涨到 50 美元, 2016 年均价或同比上升 10%。对原油运输市场而言, 低油价带来的增量需求将受到影响。

## 投资建议

- 我们认为公司是国内远洋能源运输的领军者, 受益油运市场高景气度, 管理能力优秀, 给予“增持”评级。

## 估值

- 预计 2015-2017 年的 EPS 为 0.22 元、0.16 元和 0.17 元。

## 风险

- 油运价格快速下滑, 油价大幅反弹, 原油进口需求低于预期, 运力供给增速超预期等。

戴亚雄 联系人  
 (8621)61038274  
 daiyaxiong@gjzq.com.cn

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

## 内容目录

历史悠久、最具经验的能源运输企业 .....	3
公司主营油轮、散货船和 LNG 船运输业务 .....	3
航运周期性强，公司业绩波动较大 .....	3
公司 LNG 业务收益稳定 .....	4
原油运输市场阶段性复苏 .....	5
油价大幅下跌，原油运价大涨，成本端改善 .....	5
原油供需有所改善，TD3 航线运价大幅反弹源自国内加大进口量 .....	6
原油期货升水助推储油套利 .....	7
油运市场尚难以看到大周期性的拐点 .....	8
消费需求目前难以持续性的大幅转好 .....	8
当前低油价局面或难持续 .....	9
油轮产能利用率处于低位，运力供给的弹性可能超预期 .....	10

## 图表目录

图表 1: 公司船队情况(截止 2015.6.30) .....	3
图表 2: 公司收入情况 (百万元) .....	4
图表 3: 公司归母净利润情况 (百万元) .....	4
图表 4: 公司收入构成 .....	4
图表 5: 主营业务毛利率(%) .....	4
图表 6: WTI 原油现货价格持续下跌 (美元/桶) .....	5
图表 7: 波罗的海原油运输指数 (BDTI) .....	5
图表 8: TD3 航线 VLCC 的等价期租租金 (美元/天) .....	5
图表 9: 船用燃油价格 CST380 快速下跌 (美元/吨) .....	6
图表 10: 招商轮船成本构成 (2014, 亿元) .....	6
图表 11: 国内原油净进口量 (千桶/天) .....	6
图表 12: 美国原油净进口量 (千桶/天) .....	6
图表 13: 日本原油净进口量 (千桶/天) .....	7
图表 14: 欧美日原油进口量处于缩减状态 .....	7
图表 15: VLCC 运力(百万 DWT) .....	7
图表 16: 油轮产能利用率处于较低水平 (%) .....	7
图表 17: WTI 原油期货升水 (美元/桶) 与储油轮储油量 (千桶) 关系 .....	8
图表 18: 航运指数与宏观经济的关系 (中国和全球的 GDP 同比为右轴) .....	8
图表 19: 2015-2016 年供需差预测 (季度) .....	9
图表 20: 2012-2016 年供需差预测 (年度) .....	9
图表 21: 原油船队总订单占总运力 DWT 的百分比在回升 .....	10

## 历史悠久、最具经验的能源运输企业

### 公司主营油轮、散货船和 LNG 船运输业务

- 公司系出历经百年的招商局集团。

招商局集团的前身是轮船招商局，成立于 1872 年，是中国最早的航运企业。招商轮船（招商局能源运输股份有限公司）成立于 2004 年 12 月 31 日，是招商局集团整合旗下远洋运输资产，携手中国能源及运输领域巨头中石化集团、中化集团、中海油集团和中远集团等四家发起人共同发起设立的公司。2006 年 12 月 1 日，公司在上交所上市，2012 年 3 月公司成功完成对中石化集团、中国人寿保险及中国中化等三家央企非公开发行股票。

- 公司主营业务为远洋油轮、散货船和液化天然气船的经营与管理，涵盖了能源运输的主要货种。

招商轮船油轮船队和散货船队分别由下属全资海宏轮船（香港）有限公司、香港明华船务有限公司负责经营管理。LNG 液化天然气船队则由招商局与中远集团共同投资的中国液化天然气运输（控股）有限公司与中海油合资拥有的中国液化天然气船务（国际）有限公司负责管理。

- 公司经营和管理着中国历史最悠久、最具经验的远洋油轮和散货船队，是中国目前最大的远洋能源运输企业之一。

公司以远洋油轮运输业务为核心，积极开拓液化天然气运输和散货运输业务，加强与战略伙伴的合作，努力打造具有较强核心竞争力的国际一流航运企业，致力成为盈利稳定的综合性航运及相关服务提供商。

截止 2015 年 6 月，公司有大型油轮 41 艘，总载重吨超过 1100 万吨；散货船 13 艘，总载重吨 156 万吨；LNG 船 6 艘，总载重吨 50 万吨，当前合计拥有运力 1316 万载重吨。2015 年 12 月，公司公告订造了 10 艘节能环保型的 VLCC，将于 2016-2019 年陆续交付。

图表 1：公司船队情况(截止 2015.6.30)

	数量	万DWT	平均船龄	新订单/待交船
油轮船队	41	1110	5.1	11
其中：VLCC	34	1035	4.2	11
Aframax	7	75	9.6	
散货船队	13	156	11	12
其中：Capesize	7	126	4.1	
Supramax	6	30	19	12
LNG船队	6	50	5.8	10
总计	60	1316	6.5	33

来源：公司公告,国金证券研究所

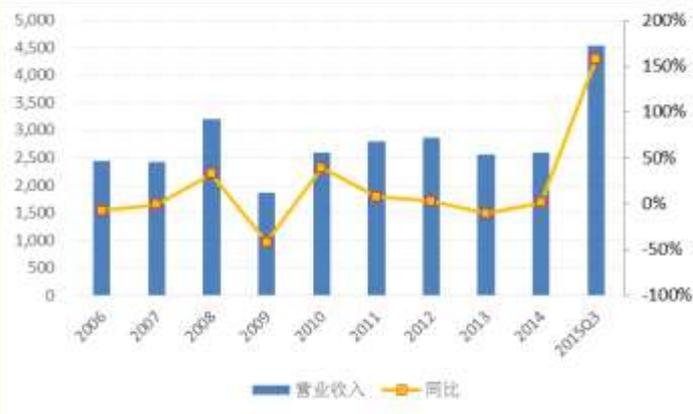
### 航运周期性强，公司业绩波动较大

- 多年来，公司收入较为稳定，净利润波动较大。反映了航运的强周期性。

公司收入一直较为稳定，2015 年前三季度收入同比增长 158%。受原油价格大幅下跌影响，中国原油进口总量增长明显，全球石油海运贸易量增幅也好于业界预期，加之新增运力投放较少，油轮市场延续 2014 年底强势反弹态势，持续保持较高景气度，整体运费率水平明显优于去年同期。

净利润波动较大。2009-2014 年，净利润较为微薄，期间 2013 年出现大幅亏损。而归母净利润 2015 年前三季度同比增长 420%，2015 年全年预计同比增长 450%-500%。

图表 2：公司收入情况（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

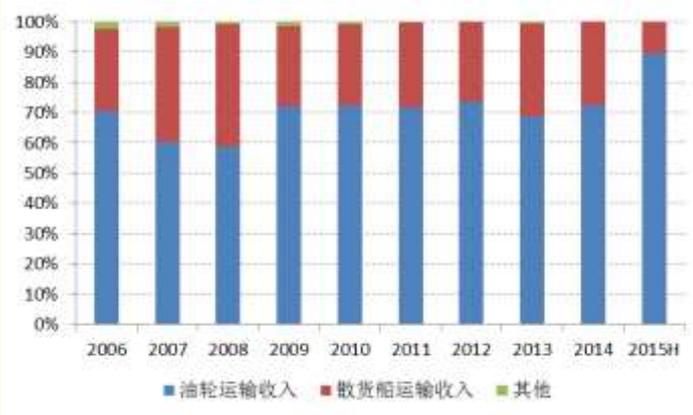
图表 3：公司归母净利润情况（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

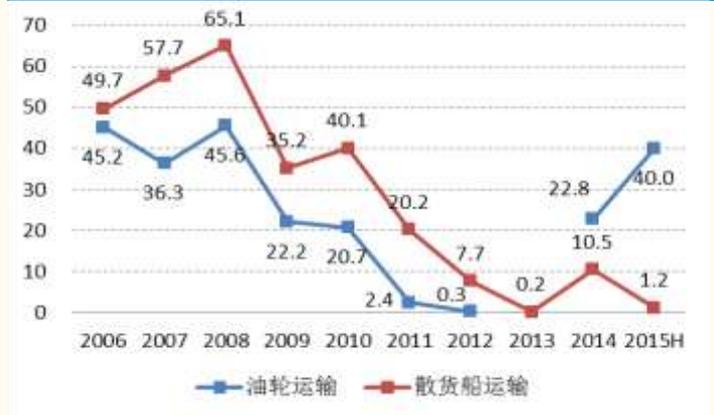
- 公司收入主要来自油轮运输。油轮运输收入，2014 年占比达到 72%，2015 年上半年占比达到 90%。
- 毛利率波动较剧烈。2008 年后，油轮运输和散货船运输的毛利率持续下滑，近年来，得益于油运市场景气度的恢复，2015 年上半年，油轮运输的毛利率回升到 40%。
- 公司其他应收账款从 2013 年开始大幅增加，是因为开始实施大规模购买保本保收益型银行理财产品的计划，占比超过 90%，预计未来还会进行。

图表 4：公司收入构成



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：主营业务毛利率(%)



来源：wind，国金证券研究所

公司 LNG 业务收益稳定

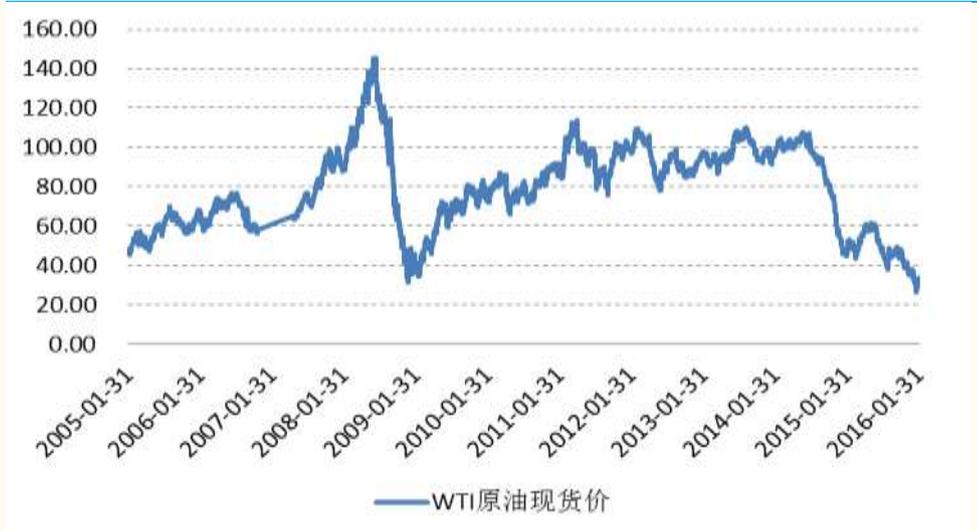
- 公司通过持股 50%的合营公司中国液化天然气运输（控股）有限公司（CLNG）投资经营 LNG 运输业务。CLNG 公司由招商局集团和中远集团共同投资，目前拥有 6 艘在营运的 LNG 船（服务于广东、福建及上海项目），经营模式是签署长期合约，预计每年获取固定的投资收益约 9000 万元。
- 2014 年 7 月，CLNG 公司与合作方加拿大的 Teekay LNG Operating LLC 各持股 50%的合营公司，在大宇船厂合计建造六艘 173,000 立方米 ARC7 破冰液化天然气运输船舶，总价约为 19 亿美元，六艘船预计将于 2018 年第一季度至 2020 年第一季度相继交付使用。
- 干散货业务的收入占比下降，目前占比较小。干散货市场深度低迷，此处不展开叙述。

## 原油运输市场阶段性复苏

### 油价大幅下跌，原油运价大涨，成本端改善

- 油价持续下跌。2014年，WTI原油下跌约45%，2015年，WTI原油下跌约30%。2016年以来，WTI原油下跌约16%，一度跌破2008年全球经济危机时的最低点。

图表6: WTI原油现货价格持续下跌(美元/桶)



来源: wind, 国金证券研究所

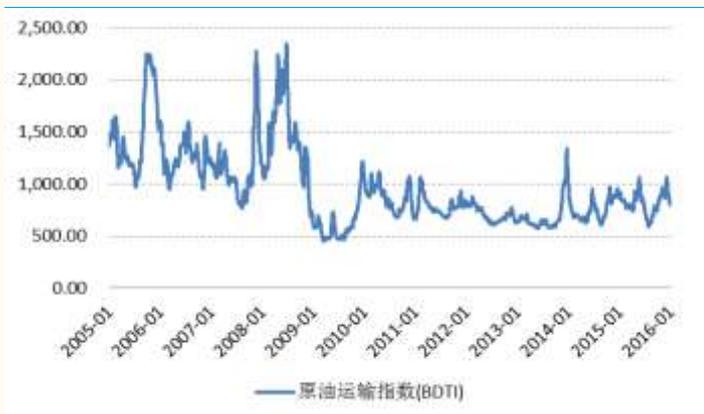
- 与油价大幅下跌对应的是，VLCC在TD3航线(中东—日本)上的油运运价出现较大幅度的上涨。

波罗的海原油运输指数(BDTI)，是反映原油及重油航运市场景气度的综合指数，与BDI指数类似，BDTI指数由各主要船型的18条典型航线构成，能够比较全面地反映VLCC、Suezmax、Aframax等主要船型和全球原油运输市场的运价变化情况。

从BDTI来看，2015年出现了小幅反弹，从2005年到现在的长时间跨度来看，仅是小浪花。显示了整个原油运输市场的运价与需求依旧较为疲软。

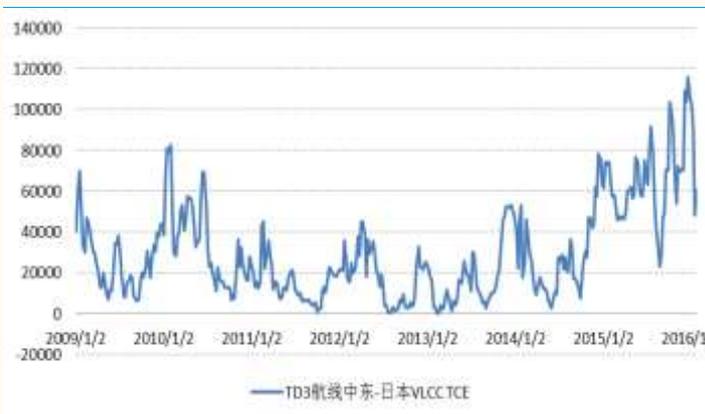
而超大型油轮(VLCC)，在TD3航线(中东—日本)上的油运运价却出现了大幅上涨。2015年12月底，TD3航线VLCC的等价期租租金(TCE)一度达到约11.6万美元/天，创下近7年新高。TD3航线VLCC的TCE均价，估算2014年上涨了约55%，2015年上涨了约140%。

图表7: 波罗的海原油运输指数(BDTI)



来源: wind, 国金证券研究所

图表8: TD3航线VLCC的等价期租租金(美元/天)



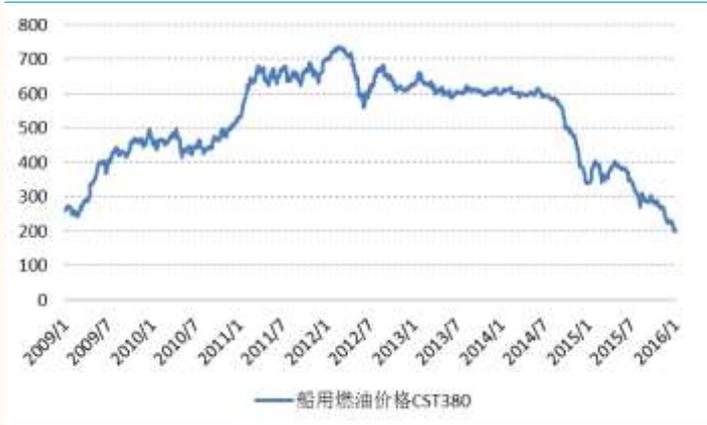
来源: Clarkson, 国金证券研究所

■ 船用燃油价格下降，油轮运输企业的成本改善。

随着原油价格下降，2014 年第四季度，船用燃油价格开始快速下降。新加坡船用燃油价格 CST380 的均价，2014 年同比下降了 8%，2015 年同比下降了 51%。

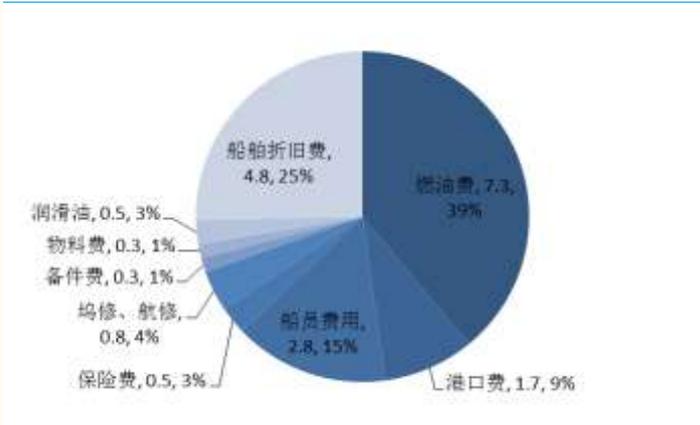
随着船用燃油价格下降，招商轮船能节省大量燃油成本。从 2014 年的成本构成来看，其燃油费约 7.3 亿元，占比约 40%。预计其 2015 年的燃油成本能节省约 2-3 亿元。

图表 9：船用燃油价格 CST380 快速下跌（美元/吨）



来源：Clarkson，国金证券研究所

图表 10：招商轮船成本构成（2014，亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

原油供需有所改善，TD3 航线运价大幅反弹源自国内加大进口量

■ 油价低位，国内加大原油进口量。

除去政治与地缘冲突影响等特殊因素，原油需求弹性较小。2003-2007 年国内与欧美经济繁荣期，全球原油运输需求年增速只有 2-4%。

油价处于低位，从国内、美国、日本原油净进口量来看，2014 年与 2015 年的增速均有所回升。

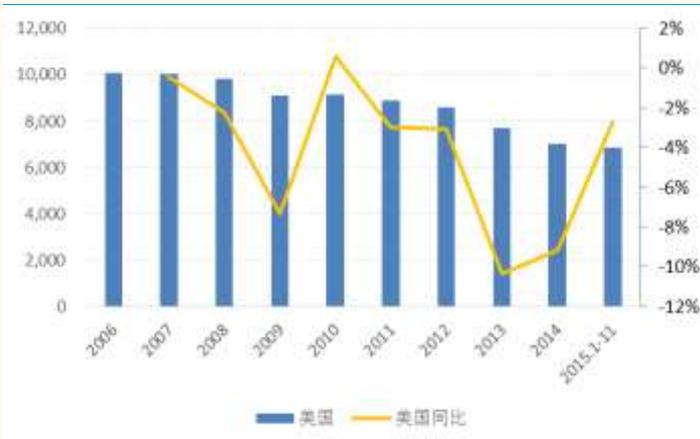
国内加大进口量，推测部分与加大原油储备有关，国内原油净进口量增速，从 2013 年的 4.6% 上升到 2014 年的 9.5%，2015 年前 11 个月同比增速也有 8.1%。中国的战略石油储备，尚未达到经济合作暨发展组织(OECD)建议的相当于 90 日进口需求的标准，在油价低位，适合加大储备。

图表 11：国内原油净进口量（千桶/天）



来源：wind，国金证券研究所

图表 12：美国原油净进口量（千桶/天）



来源：wind，国金证券研究所

- 发达国家原油需求高峰期已过，国内原油需求增速也将放缓，原油需求目前难以持续性的大幅改善。

观察近 10 年的欧美日原油净进口量数据，可以发现发达国家的进口需求高峰时期已过，处于缩减状态，估算欧美日 2014 年的净进口量总量，比 2006 年同比下降了 19%。

图表 13: 日本原油净进口量 (千桶/天)



来源: wind, 国金证券研究所

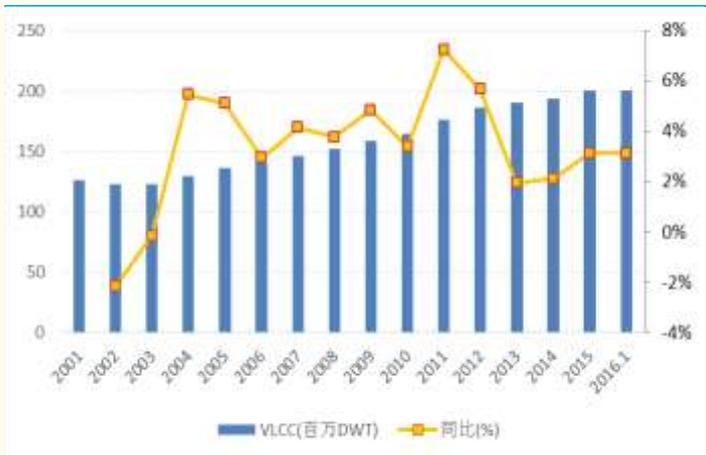
图表 14: 欧美日原油进口量处于缩减状态



来源: wind, 国金证券研究所

- 近年来 VLCC 运力供给增速放缓，油轮产能利用率处于较低水平。供给有所收缩也是本轮原油运价大幅反弹的原因之一。

图表 15: VLCC 运力(百万 DWT)



来源: Clarkson, 国金证券研究所

图表 16: 油轮产能利用率处于较低水平 (%)

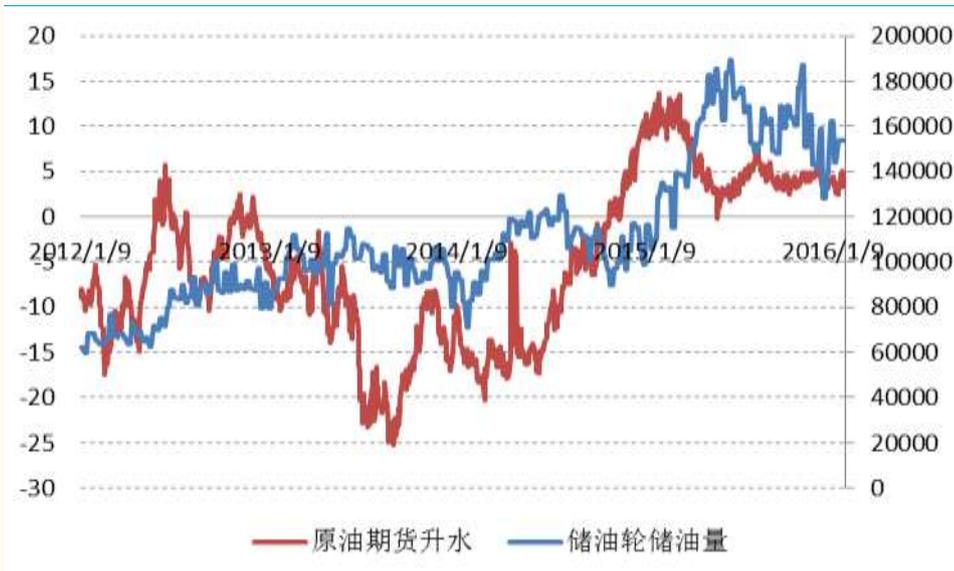


来源: Clarkson, 国金证券研究所

### 原油期货升水助推储油套利

- 期货升水(contango)是指远期价格高于近期价格。正常情况下一般如此，因为远期交割的货物会有利息和仓储费用，所以高于近期。
- 但当原油期货升水幅度足够覆盖储油成本时，会导致原油市场进行储油套利。如果远期油价>现货油价+储油成本，投资者可买入现货同时卖出远期合同，并租用油轮储油，从而实现无风险套利。
- 2015 年后，WTI 原油期货从贴水转为升水较大幅度，随之，储油轮储油量大幅上升了一个台阶，具有较强关联性。国内外新闻也多有报道，有大量原油被囤积或租用油轮储油，而未用来消费。

图表 17: WTI 原油期货升水 (美元/桶) 与储油轮储油量 (千桶) 关系



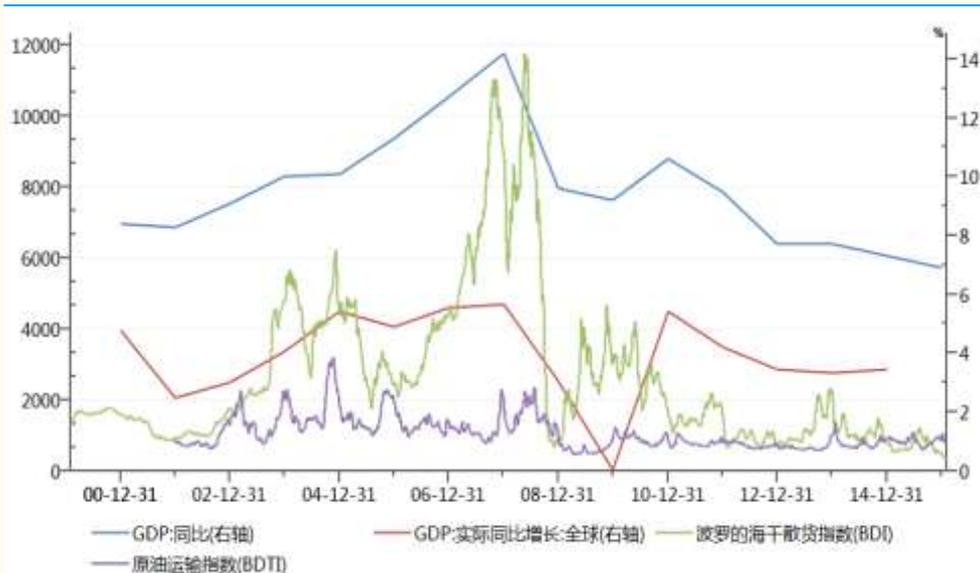
来源: Clarkson, wind, 国金证券研究所

### 油运市场尚难以看到大周期性的拐点

#### 消费需求目前难以持续性的大幅转好

- 油价持续性的大幅下跌, 背后必有基本面的逻辑支撑, 价格大跌的现象本身也已说明, 原因之一就是需求低于预期。
- 航运业与宏观经济紧密相关, 随着中国步入工业化后期阶段, 经济增速也将进入新常态, 目前尚难有经济体能像中国带动大宗商品的需求, 因此航运需求目前难以大幅转好。

图表 18: 航运指数与宏观经济的关系 (中国和全球的 GDP 同比为右轴)



来源: wind, 国金证券研究所

2001年，中国正式加入WTO后，加速全球化和工业化。在2006-2007年中国经济高速增长和世界经济景气的高潮阶段，航运的BDI指数达到万点巅峰，油运指数BDTI也达到周期性的高峰。目前中国工业化已初步完成，粗钢、水泥、造船、汽车等主要工业品产量在全球已名列前茅，未来对铁矿石、原油等大宗商品的需求增速，将会放缓。中国社科院《工业化蓝皮书——“一带一路”沿线国家工业化进程报告》也指出，2014年中国工业化水平综合指数逼近84，“十二五”期间完成从工业化中后期到后期的过渡，预计2020年能基本实现工业化。

- 发达国家原油需求高峰期已过，原油的消费需求弹性较小。观察2001年以来的油运指数BDTI，波动率很大，上涨阶段多为脉冲性行情，持续时间很难超过1年，难有稳定持续的趋势。
- 当前油运市场运价大涨，部分原因是低油价带来了其它方面的需求。但低油价时加强战略储备，与原油期货升水带来的储油套利等需求，空间和持续性值得商讨。

2015年以来，油价大幅下跌处于低位，促进了主要经济体对原油的进口，尤其是中国的原油进口量同比增速很快。但增强战略储备，后续边际效应递减，储备设施有限也带来限制，空间和持久性需要更深入探讨。

原油期货升水带来的储油套利需求，则带有投机性质。

### 当前低油价局面或难持续

- 低油价促进了原油消费，更拉动了原油储备，储油套利等其它方面的需求。但这部分需求增量是建立在低油价的基础上。油价会在低位徘徊多久？原油的合理价格应该在什么区间？
- 我们认为当前低油价局面难以持续。

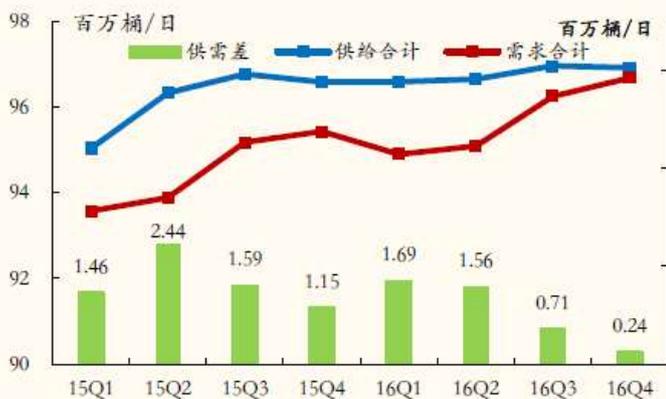
石油行业加快出清，并购重组拉开序幕，油服公司破产潮开始，石油行业纷纷裁员。此轮油价暴跌促成了油服行业史上最大规模的两笔合并，斯伦贝谢并购卡麦龙，哈里伯顿并购贝克休斯。而从历史经验看，大规模并购现象的出现，一般在低油价的后期。

新世纪以来原油生产成本快速上升，也给油价带来中长期支撑。

低油价对石油产出国带来巨大财政压力，更加可能触发OPEC采取有力措施，或触发地缘冲突，导致油价上涨。IMF报告称，2015年的低油价给中东地区造成了接近3600亿美元的损失。

- 参考专家与国金石化组的观点，我们认为随着供需形势趋于好转，2016年油价大概率呈现前低后高的走势。

图表 19: 2015-2016 年供需差预测 (季度)



来源: IEA, 国金证券研究所

图表 20: 2012-2016 年供需差预测 (年度)



来源: IEA, 国金证券研究所

油价越低，石油市场再平衡速度越快。下半年随着供需态势好转，油价有望上涨到 50 美元，预计 2016 年均价或同比上升 10%。

2016 年全球原油市场总体供需宽松，但行业去产能效果开始显现，供需形势趋于好转，供需差缩窄。ISIS 肆虐，伊拉克和叙利亚内乱未休，中东地缘风险可能加剧。预计 2016 年全年油价走势前低后高，随着行业资本支出继续下滑，2017 年行业有望迎来供需拐点。

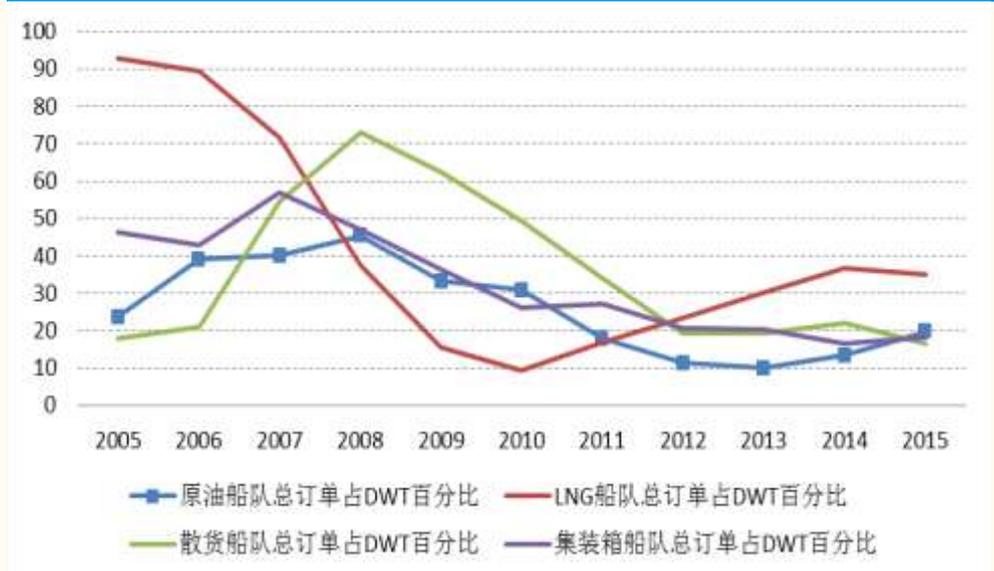
#### 油轮产能利用率处于低位，运力供给的弹性可能超预期

- 油轮利用率处于低位，若油运市场持续高景气，则可以迅速提升以增强供给能力。

在 2008 年的前几年，TCE 运价保持在较高水平，油轮的产能利用率在 90%-100%之间。而近几年，TCE 运价保持在较低水平，油轮的产能利用率在 70%-80%之间。

- 原油船队的总订单（包括订单与在造的）占总运力的 DWT 的百分比，近年来在回升，预示着未来运力供给增速会加快，可能带来供给压力。

图表 21：原油船队总订单占总运力 DWT 的百分比在回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

**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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,870</b>	<b>2,567</b>	<b>2,602</b>	<b>5,556</b>	<b>4,248</b>	<b>3,676</b>	货币资金	5,619	1,074	1,697	2,252	2,167	2,043
增长率		-10.5%	1.4%	113.5%	-23.5%	-13.5%	应收款项	378	4,585	5,684	6,774	5,121	4,481
主营业务成本	-2,803	-2,641	-2,095	-3,826	-3,268	-2,910	存货	204	208	288	367	313	279
%销售收入	97.7%	102.9%	80.5%	68.9%	76.9%	79.2%	其他流动资产	53	155	184	207	205	208
毛利	67	-74	507	1,730	980	766	流动资产	6,254	6,022	7,853	9,599	7,806	7,012
%销售收入	2.3%	n.a	19.5%	31.1%	23.1%	20.8%	%总资产	31.7%	35.6%	27.9%	29.9%	23.5%	19.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	703	698	984	984	984	984
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	12,250	9,713	18,836	21,053	23,951	26,799
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	62.1%	57.5%	66.9%	65.5%	72.0%	75.9%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	485	467	466	510	518	526
管理费用	-83	-111	-127	-333	-149	-147	非流动资产	13,459	10,878	20,285	22,547	25,453	28,308
%销售收入	2.9%	4.3%	4.9%	6.0%	3.5%	4.0%	%总资产	68.3%	64.4%	72.1%	70.1%	76.5%	80.1%
息税前利润 (EBIT)	-16	-185	379	1,397	831	619	<b>资产总计</b>	<b>19,713</b>	<b>16,899</b>	<b>28,138</b>	<b>32,146</b>	<b>33,259</b>	<b>35,320</b>
%销售收入	n.a	n.a	14.6%	25.1%	19.6%	16.8%	短期借款	4,616	2,958	3,778	5,398	4,782	5,053
财务费用	25	-87	-126	-243	-208	-160	应付款项	258	249	305	520	441	392
%销售收入	-0.9%	3.4%	4.9%	4.4%	4.9%	4.4%	其他流动负债	55	85	93	181	158	147
资产减值损失	-2	-1,976	-657	0	0	0	流动负债	4,930	3,292	4,176	6,099	5,381	5,593
公允价值变动收益	11	12	2	0	0	0	长期贷款	2,345	3,585	10,396	11,396	12,396	13,396
投资收益	78	258	329	336	356	498	其他长期负债	49	47	47	50	50	50
%税前利润	60.2%	-12.1%	117.1%	22.2%	35.3%	50.0%	<b>负债</b>	<b>7,324</b>	<b>6,923</b>	<b>14,618</b>	<b>17,545</b>	<b>17,827</b>	<b>19,039</b>
营业利润	96	-1,978	-73	1,490	979	957	<b>普通股股东权益</b>	<b>12,306</b>	<b>9,899</b>	<b>10,090</b>	<b>11,122</b>	<b>11,932</b>	<b>12,772</b>
营业利润率	3.3%	n.a	n.a	26.8%	23.0%	26.0%	少数股东权益	82	77	3,429	3,479	3,499	3,509
营业外收支	34	-160	354	20	30	39	<b>负债股东权益合计</b>	<b>19,713</b>	<b>16,899</b>	<b>28,138</b>	<b>32,146</b>	<b>33,259</b>	<b>35,320</b>
税前利润	129	-2,138	281	1,510	1,009	996	<b>比率分析</b>						
利润率	4.5%	n.a	10.8%	27.2%	23.8%	27.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-39	-47	-56	-317	-131	-100	<b>每股指标</b>						
所得税率	30.0%	n.a	20.0%	21.0%	13.0%	10.0%	每股收益	0.019	-0.463	0.042	0.216	0.162	0.167
净利润	91	-2,186	225	1,193	878	896	每股净资产	2.607	2.097	2.137	2.356	2.528	2.705
少数股东损益	0	-2	25	50	20	10	每股经营现金净流	0.144	0.104	0.226	0.246	0.729	0.508
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>91</b>	<b>-2,184</b>	<b>200</b>	<b>1,143</b>	<b>858</b>	<b>886</b>	每股股利	0.006	0.000	0.013	0.010	0.010	0.010
净利率	3.2%	n.a	7.7%	20.6%	20.2%	24.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	0.74%	-22.06%	1.98%	10.28%	7.19%	6.94%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	0.46%	-12.92%	0.71%	3.56%	2.58%	2.51%
净利润	91	-2,186	225	1,193	878	896	投入资本收益率	-0.06%	-1.14%	1.09%	3.51%	2.21%	1.60%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	722	2,686	1,141	985	1,105	1,255	主营业务收入增长率	2.75%	-10.55%	1.37%	113.51%	-23.55%	-13.47%
非经营收益	28	5	-34	-80	-144	-364	EBIT 增长率	N/A	1080.20%	#####	268.09%	-40.49%	-25.55%
营运资金变动	-159	-14	-265	-934	1,605	611	净利润增长率	-43.96%	N/A	N/A	470.74%	-24.96%	3.34%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>682</b>	<b>491</b>	<b>1,066</b>	<b>1,163</b>	<b>3,443</b>	<b>2,398</b>	总资产增长率	19.52%	-14.27%	66.50%	14.25%	3.46%	6.20%
资本开支	-425	-654	-10,427	-3,227	-3,980	-4,071	<b>资产管理能力</b>						
投资	-485	0	-292	0	0	0	应收账款周转天数	31.0	43.9	61.1	45.0	40.0	45.0
其他	73	-4,000	-571	336	356	498	存货周转天数	28.5	28.4	43.2	35.0	35.0	35.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-838</b>	<b>-4,653</b>	<b>-11,291</b>	<b>-2,891</b>	<b>-3,624</b>	<b>-3,573</b>	应付账款周转天数	32.5	30.9	43.5	45.0	45.0	45.0
股权募资	2,866	0	3,350	0	0	0	固定资产周转天数	1,558.1	1,270.3	2,156.3	1,076.8	1,485.5	1,890.2
债权募资	347	-212	7,647	2,619	384	1,271	<b>偿债能力</b>						
其他	-160	-171	-149	-336	-289	-220	净负债/股东权益	10.84%	54.82%	92.29%	99.59%	97.27%	100.77%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>3,054</b>	<b>-383</b>	<b>10,848</b>	<b>2,283</b>	<b>96</b>	<b>1,051</b>	EBIT 利息保障倍数	0.6	-2.1	3.0	5.8	4.0	3.9
<b>现金净流量</b>	<b>2,898</b>	<b>-4,545</b>	<b>623</b>	<b>555</b>	<b>-85</b>	<b>-124</b>	资产负债率	37.16%	40.97%	51.95%	54.58%	53.60%	53.90%

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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

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 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 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%以下。

**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