

投资评级：买入（首次）

收盘价	3.80
目标价	5.18
上次目标价	

研究员

王传晓 执业证书编号：
 分析师 S1100113050008
 8621-68416988-209
 wangchuanxiao@cczq.com

黄超 执业证书编号：
 联系人 S1100115080002
 8621-68416988-210
 huangchao@cczq.com

中国联通：变则通、利空影响减弱和创新业务的巨大空间等决定了公司股价具备较大上涨空间

核心观点

- ◆ 变则通：**2015年中国联通更换了一把手，新任领导曾成功领导过中国移动和中国电信，在2015年报中首次出现了“**迈步从头越**”，看好新任领导给中国联通管理、公司战略等方面带来的变化对公司估值的提升。
- ◆ 利空影响减弱：**来自OTT、竞争对手、监管政策和营改增的影响减弱，用户对数据业务的需求的持续增长使公司业绩显出上涨趋势。
- ◆ 创新业务的巨大空间：**随着NB IOT标准的落地，物联网市场即将爆发，通信运营是物联网市场爆发最大受益者之一，物联网市场会给公司的利润带来巨大提升；大数据业务让客户成为了中国联通可变现的资源，想象空间巨大；公司的云计算/IDC、ICT业务也正在快速增长。
- ◆ 估值及投资建议：**以我们的假设测算，中国联通2016-2018年每股收益分别为0.07/0.16/0.27元。考虑到用户对数据业务需求的持续增长以及物联网的爆发带来公司利润未来的大幅增长，以5.18元为第一目标价，对应2018年PE 19倍，首次给予中国联通买入评级。

川财证券研究所

成都：
 交子大道177号中海国际B座17楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

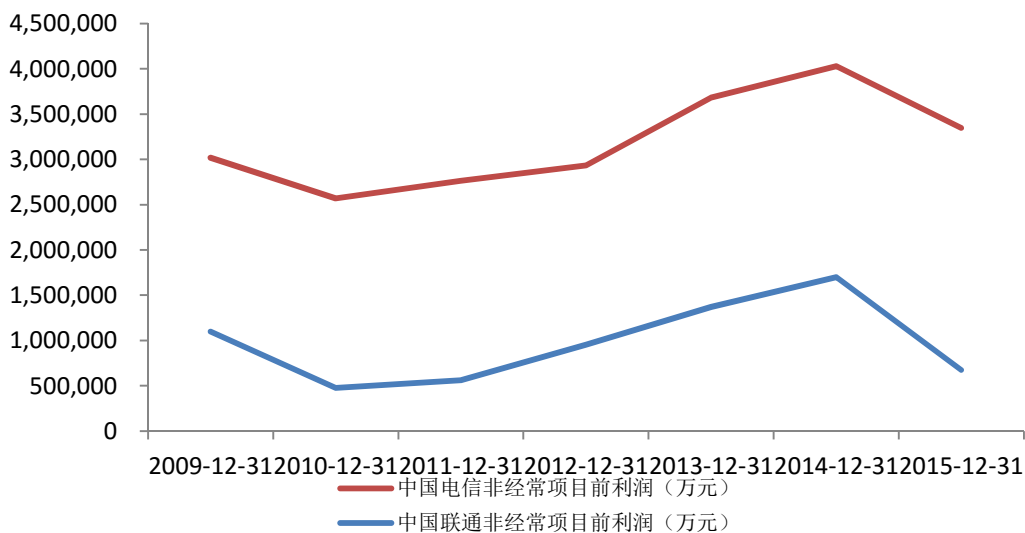
财务和估值数据摘要

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	277048.5	289063.8	309327.0	331833.4
净利润(百万)	10434.4	4354.3	10411.0	17370.6
归属母公司股东净利润(百万)	3471.6	1448.7	3463.8	5779.3
每股收益(元)	0.16	0.07	0.16	0.27
PE	23.2	55.6	23.2	13.9

1. 变则通

2015年8月联通进行了换帅，董事长和党组书记由原来的常小兵先生更换为王晓初先生，王晓初先生履历有很多亮点，担任过浙江省杭州市电信局局长、中国移动(香港)有限公司董事长兼首席执行官、中国移动通信集团公司副总经理、中国电信集团公司董事长及总经理。中国移动在2015年入选全球500强，王晓初先生正是中国移动从中国电信分离出来的最初几年的公司最高领导者，他对中国移动体制、公司文化及流程的建立功不可没；而且也是他带领了中国电信从一个固网运营商发展成既有固网也有移动网络的综合运营商，且在业内对电信的移动业务方面的评价相当好。2009年我国整个通信运营行业进行了重组，重组后中国电信与中国联通业务非常接近，二者的非经常项目前利润比较如下：

图 1： 中国电信和中国联通非经常项目前利润比较



资料来源：中国联通、中国电信、川财证券研究所

从图 1 可看到，在 2012 年-2014 年王晓初先生领导下的中国电信比常小兵先生领导下的中国联通有更高的增长率，同时在受营转增、流量不清零和提速降费冲击的情况下中国电信在 2015 年表现好于中国联通。利润的变化受多个因素的影响，考虑到中国联通的 3G 技术特性及产业生态环境好于中国电信的 3G，再考虑到业内对两个领导人管理下的团队执行效率的评价，王晓初先生在中国电信的领导是成功的，由他执掌中国联通有望给公司管理带来进步。

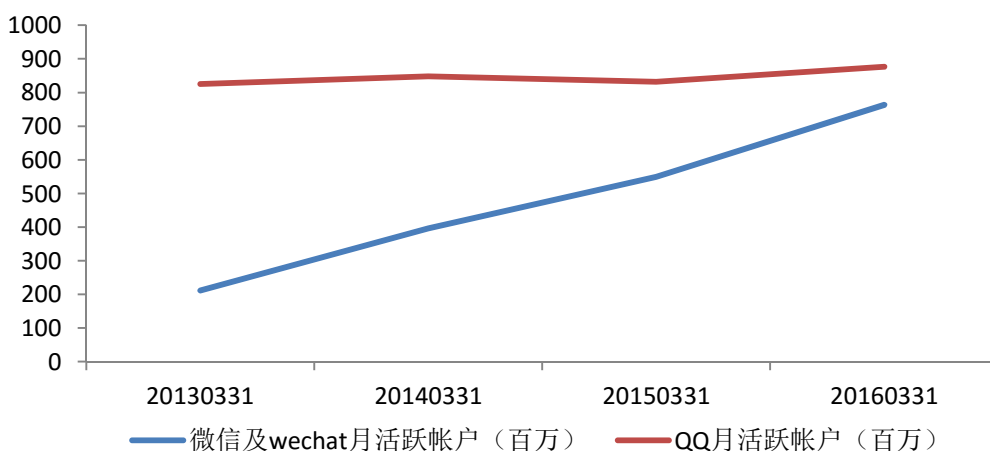
在中国联通 2015 年年报的封面上，首次出现了“迈步从头越”，也提到了“重塑品牌形象”和“回归应有发展态势”，这表明公司的管理层希望公司有所变化；年报中提到的“逐步建立可持续性的内涵式增长模式”、“着力破解制约企业发展的体制机制矛盾”表明管理层希望在企业发展体制机制等影响公司持续增长各方面上有所变革，新的公司战略“实施聚焦战略、创新合作发展”表明公司会在资源调配以及与竞争对手主要是中国电信的竞争合作关系上有所变化。

2. 利空影响减弱,业绩显上升趋势

2.1 OTT 压力增幅减弱

OTT 因为可以提供视频、语音和文字交流,对通信运营商的语音和短信业务冲击较大,但目前来自 OTT 的压力的增幅已减弱,以 QQ 和微信为例,腾讯 2016 年一季报显示 QQ 月活跃帐户数在 2016 年 3 月 31 日统计数据为 8.771 亿,微信和 WeChat 合并月活跃帐户数在 2016 年 3 月 31 日统计数据为 7.624 亿

图 2: QQ 和微信及 wechat 合并月活跃帐户数统计



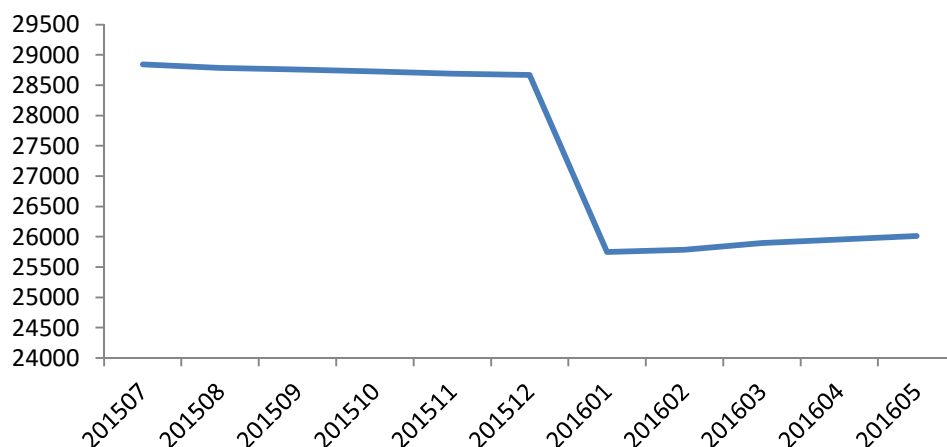
资料来源: 腾讯控股、川财证券研究所

从图 2 可以看到 QQ 月活跃帐户数已出现波动,未表现出持续增长的趋势;微信及 Wechat 合并月活跃账户数从趋势看仍会增长,但考虑到数字已达到 7.6 亿,根据 2015 年我国的人口统计数据,我国 16 岁以下及 60 岁以上的人口总数有 4.5 亿,后续 3 年内可增长的空间大概率在目前用户数的 30%以内而且后续新增的微信用户绝大部分不是移动通信服务的高支出用户,根据这些信息我们可以推测 OTT 对电话和短信的分流压力的增幅已减弱。

2.2 同行压力减弱

2013 年 12 月工信部向中国移动发放 4G 牌照,实际上中国移动从 2012 年就开始以实验网的名义建设 4G 网络,2013 年 12 月拿到 4G 牌照开始正式运营,两年时间想转到中国移动网络的客户已基本转网完成,这意味着来自同行的压力开始减弱,随着中国联通自身 4G 网络性能的提高,二者综合的结果会导致移动出帐用户出现净增加的情况,中国联通公告的移动用户累计到达数(或移动出帐用户累积到达数,2015 年 12 月之前和之后中国联通公告不同的指标),如图 3。

图 3： 中国联通移动业务出帐用户数（或移动用户累计到达数）（万）



资料来源：中国联通、川财证券研究所

2.3 营改增压力减弱

2014年6月我国电信业实施营改增但全国普遍实施营改增是在2016年，因为增值税的平均税率（电信基础业务税率11%，增值业务税率6%）高于原来的营业税(3%)，所以在其它行业未实施营改增时公司承担的税费会增加，当所有行业均实行营改增时，公司会得一些税的抵扣，公司的税费负担又会相对减轻。

2.4 监管政策压力减弱

去年国家要求通信运营商数据流量不清零以及提速降费，这两项监管政策对公司利润的冲击较大，已执行的政策对业绩的影响在实施的当月就已基本完全表现出来，后续若无数据流量不清零以及提速降费更进一步的监管要求，监管政策对业绩的冲击的压力不会增强，后续即使有更进一步的监管要求其对业绩的影响的力度也会小于2015年的，监管政策实际上是运营商相互竞争的替代品，监管政策实行后，运营商相互降价竞争的动力会减弱。

2.5 业绩显上升趋势信号

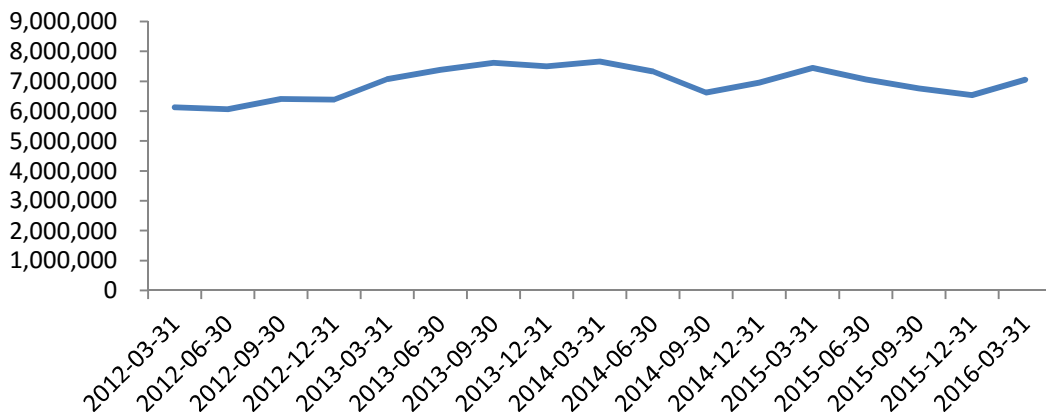
决定联通业绩最重要的两个指标：移动出账用户数和移动出账用户ARPU在16年一季度均显示出积极信号，2016年一季度公司移动出账用户达到2.5893亿户，净增661万户，成功扭转移动用户连续多季度下降的势头；移动出账用户ARPU为人民币约47元，较去年全年平均略有上升。

用户对数据业务的需求具有强劲增长的特点，2012年报显示3G用户的月户均数据流量为256MB，而2015年年报显示4G用户的月户均数据流量为1.2GB。

中国联通2012年1季度至2016年1季度营业总收入和营业利润变化如图4和图5，

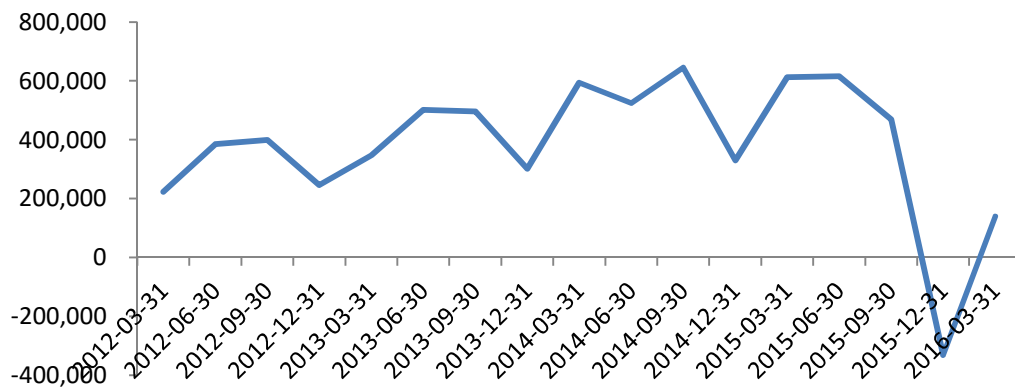
均呈现出底部信号特点:

图 4: 中国联通营业总收入 (万元)



资料来源: 中国联通、川财证券研究所

图 5: 中国联通营业利润 (万元)



资料来源: 中国联通、川财证券研究所

前面提到的 OTT 等 4 方面是外部压力影响减弱, 但业绩显上升趋势最重要的原因是用户对数据业务需求的持续增长和联通自身力量的增强, 如年报提到的“战略方向更加清晰, 发展重点更加聚焦, 公司经营逐步孕育新的积极变化, 为长期转型发展和持续增长奠定了基础”和“企业动力和活力不断迸发”, 当然这些是公司的主观描述, 但从描述上至少可以看出公司强调的内容正是对公司业绩非常重要的因素, 同时我们也看到了一些关于公司转好的客观事实方面的描述如“积极改进服务短板, 改善客户感知, 全年用户申诉量保持行业最低”。

3. 创新业务的巨大空间

3.1 物联网-全新的巨大增量市场

3.1.1 NB IOT 标准确立

物联网的市场规模会超万亿现在得到越来越多的认同,中国移动在其 15 年年报中预测未来 5 年中国市场物联网的连接数有望突破百亿。2016 年 6 月 16 日,在韩国釜山召开的 3GPP RAN 全会第七十二次会议上, NB-IoT 对应的 3GPP 协议相关内容获得了 RAN 全会批准, NB IOT 的标准被 3GPP 批准意味着物联网市场的真正启动。

3.1.2 通信运营商是最具投资价值物联网标的

在物联网启动之时,在物联网相关的所有环节中通信运营商最具投资价值,理由两点:极高的边际产出和边际投入比,巨量连接的汇聚节点。在我国,能运营物联网通信网络的只有三家:中国移动、中国联通、中国电信(广电虽获得了电信运营商的牌照,但其现无基站资源,可以不用考虑),对通信运营商来说,其开通物联网功能仅是在普通的通信功能基础上增加一个功能模块,机房、传输资源、基站及天线等全共用,运营商为开通物联网功能付出的代价很小,但收益却是巨大的,如果我们假设 5 年后有 3 亿物联网连接在联通网络上,假设每个连接的收入为 50 元,则会为联通带来 150 亿的增量收入;假设未来联通会有 100 万个 LTE 基站,每个基站因物联网功能多付出一万元的成本,总的代价仅为 100 亿,通信设备在联通的年报中预计的使用寿命为 5-10 年,如果只按 5 年计算,意味着每年 20 亿的物联通网设备成本(站址和天线等资源与基础业务共享无新增成本,电源、传输资源因物联网的原因增量较小,可假设 5 年折旧所包括的余量可覆盖这些成本)对应 150 亿的收入,仅物联网带来公司利润相对于 15 年剔除铁塔出售收益后 35 亿的净利润而言,增长是巨大的。支持 NB IOT 的移动通信网覆盖能力强且可靠性又是电信级,大范围内移动的物体的物联只能选移动通信网,比如机动车辆,高价值的动物;需要大面积覆盖的物联网接入也只能选移动通信网或移动通信网是最佳选择比如水质监测、土壤监测、道路振动监测、水表和燃气表等;移动通信网的物联网功能还可用于可穿戴设备与智能制造,10 年后通过联通的移动通信网络连接的物体数有望超过 10 亿,给公司的利润带来的提升是巨大的,如果十年后联通网络连接物联网连接数甚至超过 20 亿呢?而且车联网这样的物联网运用需要大量数据交互,显示其每年需要为移动通信网支付的费用会远远超过 50 元。

每个基站需要为物联网付出的代价在将来极可能会小于 1 万元,根据互联网上的报道,2013 年中国移动 LTE 的招标中,诺西单载扇的价格为 3.35 万元,中兴和华为的报价单载扇为 3.5 万元,通信行业每年的招标价格在功能不变的情况下都会下降,物联网只是基站提供的一个特性而已,设备商开发物联网特性的代价极低,推测其价格不会超过基站价格十分之一,每个基站三个扇区是最典型配置,所以推测未来通信运营商为每个基站上的物联网功能模块付出的代价会小于一万元。

3.1.3 海外运营商物联网运营情况

美国通信运营商 Verizon 15 年年报显示 15 年其物联网收入已达到 6.9 亿美元,比 14 年增长了 18%,Verizon 的 6.9 亿美元的收入是在专门针对物联网的标准 NB IOT 尚未建立的情况下取得的,当 NB IOT 标准正式建立,移动通信网络正式支持物联网时,移动通信网络会为物联网提供良好的覆盖能力及海量的接入能力,在这之前通过 WIFI、蓝牙等方式只能获得非常有限的物联网覆盖能力,只有在 NB IOT 成熟的情况下物联网才能开始快速发展,相信在接下来两年 Verizon 物联网的收入会获得飞速的发展,从 Verizon 物联网的发展情况上也可预测到将来联通如果能抓住物联网的发展机会会给公司带来利润巨大提升。

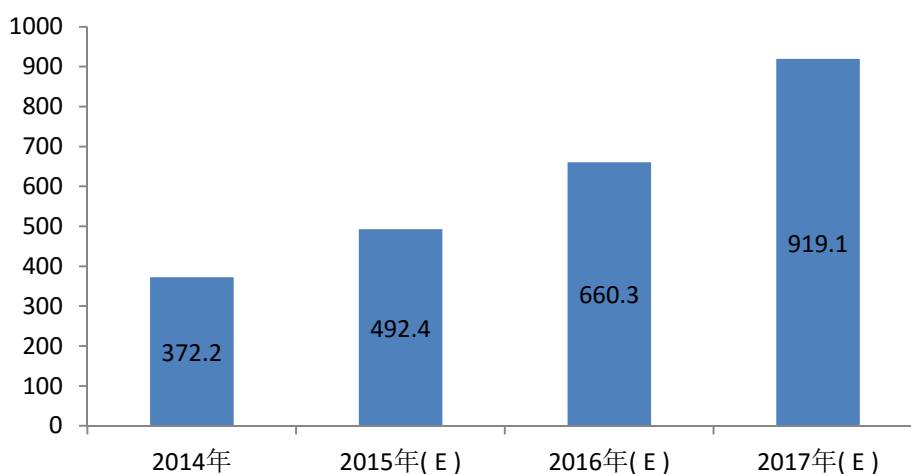
3.2 大数据前景广阔

在2015年12月中国联通与西班牙电信成立了合资公司,利用西班牙电信开发的Smart Steps技术向中国市场提供大数据服务,中国联通占合资公司的55%股份,中国联通有两亿多用户,以往只能通过向这些用户提供通信服务获得营收,大数据会打开通信运营获利的另一扇门,大数据面前,用户不仅是客户也是资源,大数据技术能将客户资源变现,比如可以为金融部门提供防欺诈的支持、为商店提供人流及精准营销支持、政府相关部门提供人流相关信息防止出现上海外滩类似的踩踏事件,通信运营商提供大数据业务想象空间大,存在着多种变现手段,通信运营商提供大数据业务是个新生事物,对这一块业务准确估值较难,且在接下来两年左右时间是这块业务的培育期,大数据业务带来估值的提升暂时考虑成估值的余量。

3.3 云计算/IDC 正快速发展

云计算是技术演进趋势,随着整个社会对云计算、云存储等需求的增加,IDC也变得越来越重要,中国IDC圈在2015年发布的中国IDC市场规模预测如图6所示:

图 6: 中国 IDC 圈对中国 IDC 市场规模的预测 (亿元)



资料来源: 中国 IDC 圈、川财证券研究所

在IDC圈的预测中，2015年同比增长32.3%，2016年同比增长34.1%，2017年同比增长39.2%。

通信运营商由于拥有光通信网络、分布全国的基层单位，其在IDC的竞争中占具明显优势，唯一制约其发展的因素是机制体制上不如私企灵活，2015年中国联通云计算/IDC业务实现收入人民币70.7亿元，同比增长37.5%高于IDC圈预测的国内IDC市场的增速，考虑到联通新领导上任喊出了“着力破解制约企业发展的体制机制矛盾”且把云计算/IDC做发展的创新业务发展重点，再叠加考虑云计算/IDC整个产业的快速发展比如IDC圈预测的2016、2017年中国IDC市场的增速逐年递增，在接下来3-5年中国联通云计算/IDC年增长率持续超过37.5%是大概率事件。

4. 支撑良好业绩的更多理由

4.1 良好的产业属性

通信运营在过往的历史中没有出现过恶性竞争的情况，推测与三大运营商的控股股东都是国资委有关；在国民经济生活有些行业随着时间的发展会萎缩或消失，比如邮局随着通信的发展，原来发报业务完全消失，而邮寄业务在国民经济生活中的比重大幅度下降，而通信是人类永远都需要的业务，虽然通信的技术制式需不断升级，模拟移动通信系统、GMS、WCDMA、LTE、5G，但通信的运营服务是永远都需要的，2015年年报中的4G用户的月户均数据流量接近2012年报显示3G用户的月户均数据流量的5倍，这表明了用户对数据业务需求的持续增长，在国家只允许三家运营商的前提下，通信运营商未来获得丰厚利润概率很高，现在的中国移动就是例子。

4.2 资产真实价值远超账面

公司的真实资产价值远超账面价值，主要原因两方面：频谱的价值未包含和不动产价值被低估。

在我国频谱资源由国家相关部门免费指定给运营商使用，频谱资源是无线网络运营最重要的资产，我们可以参照美国通信运营商为无线频谱付出的代价来大致评估联通的频谱资源真实价值。

国家分配给联通的频谱资源包括 GSM 网络 900MHz 频段 2x6MHz 频谱和 1800MHz 频段的 2x20MHz 频谱、WCDMA 网络 2100MHz 频段 2x15MHz 频谱、TD-LTE 网络 2300MHz 频段 20MHz 频谱和 2600MHz 频段 20MHz 频谱、FDD LTE 网络 1800M 频段 2x10MHz 频谱。

在美国 FCC 网站上可查到 AUCTION 97 共拍卖了 65 MHz 频谱

Block A1: 1695-1700 MHz (5 MHz)

Block B1: 1700-1710 MHz (10 MHz)

Block G: 1755-1760/2155-2160 MHz (10 MHz)

Block H: 1760-1765/2160-2165 MHz (10 MHz)

Block I: 1765-1770/2165-2170 MHz (10 MHz)

Block J: 1770-1780/2170-2180 MHz (20MHz)

FCC 网站显示这些频谱拍卖的 gross bids 为 448 亿美金，联通在 1800Mhz 和 2100Mhz

的频谱资源已有 90MHz，远超 AUCTION 97 拍卖的 65 MHz 频谱，而且 FCC 这些拍卖的频谱使用权限仅有 12 年再加 10 年的续用，而联通的这些频谱资源是永久使用，频谱资源是我国运营商在财务报表没表达出来的最大的隐藏资产，未来 5G、6G、7G... 国家还会继续免费为联通分配大量的海外运营商需花费巨额代价才可获得的频谱资源。

通信运营商需要大量的房屋不动产：办公楼、营业厅和机房，比如在每个地市至少会有一幢办公楼，2015 年年报显示公司的自营厅终端连锁厅已超过 5000 家，其中约一半自营厅终端连锁厅是自有物业，在 2015 年联通的年报中显示房屋建筑物的预计寿命是 10-30 年，报表中按这个数字进行折旧，而房屋的实际使用寿命超过这个值，同时我国这十几年所有不动产都处于大幅升值状态，故报表中的房屋不动产实际价值应远高于年报中提到的 634 亿。资产的真实价值虽然无法直接用于值，但为我们在考虑中国联通未来净利润能否在 2015 年剔除铁塔出售收益后的 35 亿的基础上获得数倍甚至超过十倍的增长的合理性提供一个思考角度。

4.3 携号转网祸兮福兮

携号转网在很多发达国家已经施行，技术上完全不是问题，在我国携号转网也在试行中，全国范围推行应该说只是个时间问题，携号转网对联通来说既是机遇也是挑战，如果在携号转网政策实行时网络性能能接近中国移动的水平，则携号转网对联通来说是一个很大的机遇，毕竟现在其移动用户仅占 20% 不到的市场份额；但如果在携号转网政策实行时网络性能相对竞争对手有较大差距，则携号转网对联通来说是一个巨大的危机，高端客户会很快流失到竞争对手的网络中。目前运营商之争体现在数据业务的提供能力上，联通 3G 对中国移动 3G 有压倒性优势，好的 3G 网络可在 4G 网络信号不好时提供覆盖支持，在话务热点区域又可提供容量支持，3 个载波的 WCDMA HSPA+ 小区的数据提供能力超过了 TD LTE 单载波小区的提供能力，从这个意义上讲 2015 底中国联通有 70 万 WCDMA 基站加上 39.9 万 LTE 基站(联通 LTE 基站包括 TD LTE 和 FDD LTE 两种基站，以 FDD LTE 基站为主)，其网络提供数据业务的能力与中国移动 110 万 TD LTE 基站大致相当(较准确比较需要获知中国移动 TD LTE 基站双载波配置的比例)，加上联通新换领导班子，整个公司可能出现锐意进取的状态，目前可以对携号转网持乐观态度，另外三家运营商力量比较均衡也是政府从产业竞争的角度更希望看到的状态。

4.4 铁塔公司成立对联通实为利好

铁塔公司的成立，可以大幅降低公司未来的建网成本，可从站址谈判、铁塔建设投资、运行维护等方面降低公司的投资，从降成本的角度对三家运营商来说均为利好。由于 FDD LTE 在相同的工作频段上相对 TD LTE 有覆盖上的优势，如果在一片区域中 FDD LTE 基站与 TD LTE 基站站址完全相同，那么 FDD LTE 基站的网络信号会好于 TD LTE 基站，铁塔公司的成立在 4G 时代，实际上让竞争的天平在往中国联通倾斜。

5. 盈利预期与投资建议

由于来自 OTT、竞争对手、营改增和监管政策变化等的影响已减弱，移动业务从以语音为主已切换到以数据业务为主，而用户对数据业务的需求又是不断增长的，加

之新一把手带来的联通的公司战略、执行效率的变化，假设移动业务 2016 相对 2015 年营收增长 3%，2017 和 2018 年中国联通移动业务的营收增长为 5%。2016 年 1 季度显示固网业务主营业务收入较去年同期上升 4.1%，考虑到中国联通全光网的建设进展，可以假设在 2016-2018 年，中国联通固网业务的营收能增幅为 4.1%。如前述，可以假设中国联通云计算/IDC 业务在 2015 年实现收入人民币 70.7 亿元的基础上在 2016-2018 年保持 37.5%的年增幅。

物联网 NB IOT 标准落地，由于网络设备商和终端厂商开发出可商用的设备需要一定时间，假设物联网从 2017 年开始产生收益，2017 年物联网连接数为 7500 万，2018 年物联网连接数为 1.5 亿，中国联通在每个连接上平均收入 50 元/年。

ICT 业务 15 年营收 43.3 亿，同比增长 24.5%，假设其在 2016-2018 年保持 24.5%的年增幅。

2015 年除上述业务外还有 317 亿其它业务收入，从审慎角度我们假设 2016-2018 年其它业务保持 317 亿收入不再增长。

基于上述假设，我们预测中国联通 2016-2018 年每股收益分别为 0.07/0.16/0.27 元，wind 中显示市场一致预期 2016-2018 年每股收益分别为 0.19/0.23/0.22 元，我们的预期与市场预期差异较大，我们认为市场的一致预期在 2016 年和 2017 年过于乐观，2015 年联通在出售铁塔资产获得税前收益 92.5 亿的情况下净利润为 104 亿对应每股收益 0.16 元，中国联通 2016 年 1 季度净利润为 4.4 亿，2016 年全年的净利润超过 100 亿的可能性较小，同时我们认为市场的一致预期在 2018 年偏悲观，未充分考虑到用户对数据业务需求的持续增长和物联网爆发给公司带来的利润的提升。

2015 年年报中的 4G 用户的月户均数据流量接近 2012 年报显示 3G 用户的月户均数据流量的 5 倍，再考虑到 5G 基站将来超过 4G 基站 10 倍以上的数据传输能力，可以推测在 2018 年之后联通客户对数据业务需求的会处于持续强劲增长状态，加上物联网标准 NB IOT 在 2016 年 6 月落地，2018 年将是物联网刚开始快速发展的时间，目前的目标价格相对 2018 年每股收益 19 倍 PE 是一个比较合理的估值；2016 年 6 月 29 日前 5 年对应于 6 月 29 日的 TTM PE 的均值为 34.9 倍，基于 5 年期的国债收益率以及 2016 年 6 月 29 日之前 5 年的中证 1000 和中国联通股价数据，利用 CAPM 模型计算可得股票预期收益率为 9.66%，将 34.9 按 9.66% 往前贴现两年可得 29.05，用这种方法从另一个侧面验证前述 19 倍 PE 比较合理。取 5.18 元(对应 2018 年每股收益 19 倍 PE) 为第一目标价，后续将根据监测到的核心业务指标如移动出账用户数、ARPU 值等的变化再调整目标价，首次给予中国联通买入评级。

6. 风险提示

- **变革不及预期：**由于阻力过大，新任管理者领导的变革效果不及预期，或变革方法有缺陷导致推行的变革效果不佳。
- **物联网市场不及预期：**物联网市场启动过慢，以及物联网市场竞争过于激烈或中国联通物联网网络质量与竞争对手有较大差距导致市场份额过小。
- **股市出现系统风险：**由于宏观经济或政策的原因，股市出现整体大幅下跌。

- **政府提出更严格的监管要求：**政府提出更严格的提速降费和流量不清零要求。
- **竞争环境更加恶化：**竞争对手采取恶性竞争手段导致公司市场份额大幅下滑或被迫大幅降价。

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	22006.9	14453.2	15466.4	16591.7
应收和预付款项	30312.2	29089.0	32210.9	33805.1
存货	3945.9	4554.0	4630.6	4813.3
其他流动资产	3492.8	2834.9	3308.1	3451.2
长期股权投资	32974.7	32974.7	32974.7	32974.7
固定资产和在建工程	452150.6	432308.0	407537.0	378475.0
无形资产和开发支出	26982.9	48520.7	70058.5	91596.2
其他非流动资产	43453.4	42695.1	41175.4	39757.3
资产总计	615319.4	607429.5	607361.4	601464.5
短期借款	85196.2	95992.8	60376.8	30044.0
应付和预收款项	220857.1	203209.0	226959.6	231865.4
长期借款	1748.4	1748.4	1748.4	1748.4
其他负债	73471.4	68342.2	70630.4	74052.4
负债合计	381273.0	369292.4	359715.2	337710.2
股本	21196.6	21196.6	21196.6	21196.6
资本公积	27811.5	27811.5	27811.5	27811.5
留存收益	31841.4	32081.2	35040.3	39607.4
归属母公司股东权益	78682.2	79867.4	82429.3	86946.0
少数股东权益	155364.2	158269.8	165217.0	176808.3
股东权益合计	234046.4	238137.2	247646.3	263754.3
负债和股东权益合计	615319.4	607429.5	607361.4	601464.5
利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	277048.5	289063.8	309327.0	331833.4
营业成本	207704.3	215108.6	224877.5	234218.5
营业税金及附加	884.7	923.1	987.8	1059.7
销售费用	31965.1	35654.9	37332.6	40342.7
管理费用	19839.8	19982.9	21595.4	23289.7
财务费用	6493.4	7112.0	7202.7	6309.8
资产减值损失	4089.8	4153.7	4089.1	4110.9
投资收益	-405.3	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	45.1	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	5711.2	6128.6	13242.0	22502.1
其他非经营损益	8155.5	-342.0	593.6	582.4
利润总额	13866.7	5786.6	13835.6	23084.5
所得税	3432.3	1432.3	3424.6	5713.9
净利润	10434.4	4354.3	10411.0	17370.6
少数股东损益	6962.8	2905.6	6947.2	11591.3
归属母公司股东净利润	3471.6	1448.7	3463.8	5779.3
每股收益	0.16	0.07	0.16	0.27

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	10434.4	4354.3	10411.0	17370.6
折旧与摊销	78855.0	74687.5	79615.8	83906.9
财务费用	6493.4	7112.0	7202.7	6309.8
资产减值损失	4089.8	4153.7	4089.1	4110.9
经营营运资本变动	56933.6	-25824.0	24527.5	5337.3
其他	-67572.9	-4144.8	-4109.4	-4102.3
经营活动现金流净额	89233.3	60338.6	121736.6	112933.1
资本支出	-22060.5	-75000.0	-75000.0	-75000.0
其他	-69292.7	-575.6	128.3	31.8
投资活动现金流净额	-91353.2	-75575.6	-74871.7	-74968.2
短期借款	-8124.8	10796.6	-35616.0	-30332.8
长期借款	1328.5	0.0	0.0	0.0
股权融资	-0.2	0.0	0.0	0.0
支付股利	-1426.5	-1209.0	-504.6	-1212.2
其他	6730.5	-1904.3	-9731.0	-5294.6
筹资活动现金流净额	-1492.4	7683.3	-45851.7	-36839.5
现金流量净额	-3539.2	-7553.7	1013.2	1125.3

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	-0.04	0.04	0.07	0.07
营业利润增长率	-0.64	0.07	1.16	0.70
净利润增长率	-0.13	-0.58	1.39	0.67
EBITDA 增长率	-0.07	-0.03	0.14	0.13
获利能力				
毛利率	0.25	0.26	0.27	0.29
净利率	0.04	0.02	0.03	0.05
三费率	0.21	0.22	0.21	0.21
ROE	0.04	0.02	0.04	0.07
ROA	0.02	0.01	0.02	0.03
ROIC	0.03	0.03	0.05	0.08
EBITDA/销售收入	0.33	0.30	0.32	0.34
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.47	0.51	0.55
固定资产周转率	0.76	0.81	0.88	0.99
存货周转率	49.31	49.37	47.90	48.62
应收账款周转率	16.56	16.87	17.18	17.22
资本结构				
资产负债率	0.62	0.61	0.59	0.56

带息债务/总负债	0.33	0.37	0.28	0.21
流动比率	0.18	0.16	0.18	0.20
速动比率	0.17	0.14	0.16	0.18
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	91059.60	87928.13	100060.46	112718.78
PE	23.20	55.60	23.25	13.94
PB	1.03	1.01	0.97	0.91
PS	0.87	0.83	0.78	0.73

分析师承诺

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。

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“川财证券研究所”，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：J19651000。