

2016年07月12日
证券研究报告·调研报告

中国汽研(601965)汽车

增持(首次)
当前价: 10.42元
目标价: ——元



技术服务高增长，产业化可期

投资要点

- **事件:** 近期，我们与上市公司进行了交流。
- **公司为国内稀缺的独立汽车研发咨询机构:** 公司主营业务为汽车技术服务，包括：汽车技术研发与咨询服务、汽车测试与评价。公司为国内稀缺的独立汽车研发咨询机构，旗下还设有国家机动车质量监督检测中心（重庆）并拥有突出的产业化能力。汽车行业技术升级趋势明显，公司汽车检测业务将长期受益。公司在技术标准制定和数据积累方面掌握话语权，未来公司产业化具有先发优势。
- **新车型和新技术更新速度加快以及排放监管升级利好公司主业:** 汽车行业总体产能过剩，主机厂为抢占市场必须通过加快新车型和技术更迭速度，国内乘用车公告认证费用基本维持在30-60亿，中间实验费用为其2-3倍。目前国内推行国V标准，未来排放升级有助于提升试验费用。近年来国内汽车行业研发投入持续加大，未来新技术认证需求旺盛，直接利好公司主业。
- **布局汽车智能化、组建风洞联盟、技术服务能力继续强化:** 公司汽车ADAS系统测试评价能力建设项目陆续完工，未来将具备完善的智能整车检测能力。2016年6月，公司中标国家智慧交通应用示范项目，未来将投入1亿元搭建基于车载环境下的4G/5G网络通信、LTE-V2X、北斗导航定位技术标准、测试验证和公共服务中心。同月，公司牵头多家大型主机厂成立了汽车风洞联盟，初步预计风洞实验室2019年可实现收入1.16亿元和利润总额5260万元。
- **产业化有望多点开花:** 产业化方面公司在专用车、轨道交通、汽车燃气零部件和新能源汽车核心零部件都有所布局，旗下凯瑞电动2015年已经实现电机电控的小批量配套，实现收入4585万元、净利润153万元。公司在新能源汽车系统检测和行业标准制定上具有权威性，未来产业化优势明显。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计中国汽研2016-2018年EPS分别为0.33元、0.39元、0.48元，对应PE分别为30倍、26倍、21倍，公司汽车技术服务有望维持高增长，产业化能力强，有望多点开花，首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 技术服务进展或低于预期、产业化进度或低于预期等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1202.89	1380.80	1612.93	1883.57
增长率	-23.33%	14.79%	16.81%	16.78%
归属母公司净利润(百万元)	310.88	320.98	375.13	457.80
增长率	-24.80%	3.25%	16.87%	22.04%
每股收益EPS(元)	0.32	0.33	0.39	0.48
净资产收益率ROE	7.97%	7.67%	8.29%	9.26%
PE	31	30	26	21
PB	2.55	2.38	2.20	2.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

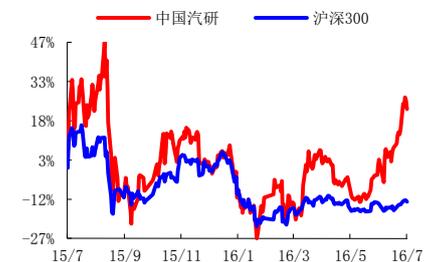
分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaoyx@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川
电话: 023-67898871
邮箱: sc@swsc.com.cn

联系人: 陈怀逸
电话: 021-61318310
邮箱: chy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.61
流通A股(亿股)	9.61
52周内股价区间(元)	6.53-13.11
总市值(亿元)	100.15
总资产(亿元)	43.68
每股净资产(元)	3.99

相关研究

目 录

1 技术服务收入持续增长，产业化或多点开花	1
2 市场和监管双管齐下推动汽车技术服务	2
2.1 汽车技术服务覆盖范围	2
2.2 新车型审批和排放升级利好汽车技术研发和咨询	2
2.3 汽车产品技术进步利好汽车测评业务	3
3 公司产业化多点布局，经济回暖有望多点开花	5
4 盈利预测与投资建议	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司 2011-2016Q1 营业收入（亿元）	1
图 2：公司 2011-2016Q1 归母净利润（亿元）	1
图 3：公司 2015 年毛利润占比情况	1
图 4：公司 2012-2015 技术服务和产业化业务收入比较（亿元）	1
图 5：2014-2015 乘用车新车市场情况	2
图 6：2003-2014 年国内汽车研发经费支出及同比增速	2
图 7：测试评价业务分类	4

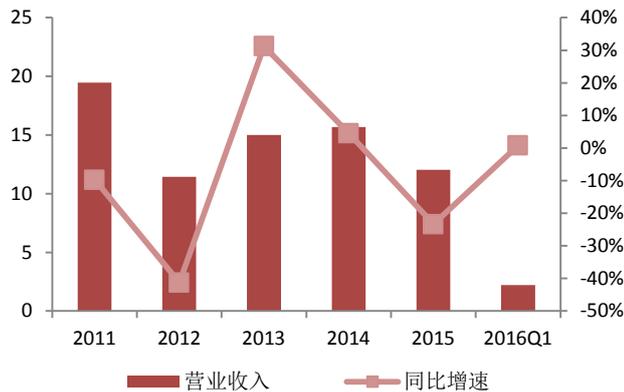
表 目 录

表 1：国内汽车研发咨询机构分类	3
表 2：国内主要汽车测试评价机构	4
表 3：2014-2015 公司专用车产业化情况	5
表 4：公司主要业务收入（万元）及增速预测	6
附表：财务预测与估值	8

1 技术服务收入持续增长，产业化或多点开花

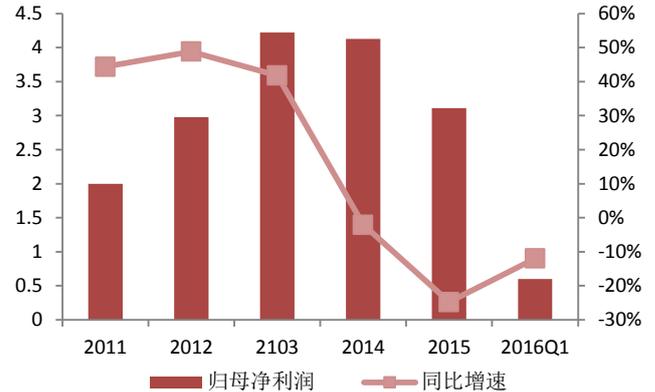
中国汽研是一家主要从事汽车技术服务业和产业化制造业务的公司，其中：技术服务业包括汽车研发及咨询和汽车测试与评价业务；产业化制造业务包括专用汽车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统零部件、电动汽车零部件、汽车实验设备开发制造等业务。

图 1：公司 2011-2016Q1 营业收入（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

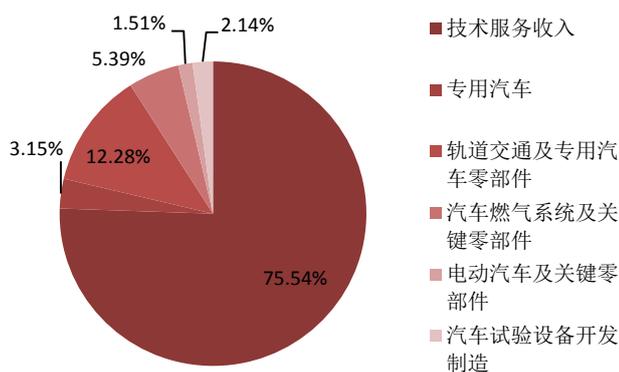
图 2：公司 2011-2016Q1 归母净利润（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

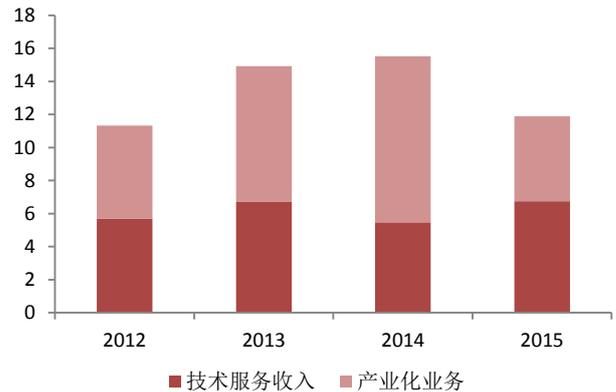
公司前身为重庆重型汽车研究所，是国家一类科研院所，2010 年公司整体变更为中国汽车工程研究院股份有限公司，2012 年 6 月正式在 A 股上市。公司拥有国家机动车质量监督检验中心（重庆），国家燃气汽车工程技术研究中心、汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室和替代燃料汽车国家地方联合工程实验室三个国家级技术研发平台，是我国汽车工业的技术服务及科技创新的重要基地。

图 3：公司 2015 年毛利润占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司 2012-2015 技术服务和产业化业务收入比较（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

目前，汽车技术服务为公司主要利润来源，毛利润贡献占比超过 75%。2015 年公司全年新签合同达 7.48 亿元，同比增长 29.5%，实现收入 6.75 亿元，同比增长 23.4%，实现利润 3.29 亿元，同比增长 37%。受经济增长结构转变影响，产业化板块业务 2015 订单减少 60.2%，全年实现收入 5.2 亿元，同比下降 49%。

除开传统技术服务之外，公司已在汽车智能化 ADAS 实验室、新能源汽车以及汽车风洞试验场都进行了深入布局，未来技术服务业务有望实现广度和深度的协调拓展。产业化方面，2015 年城市轨道交通新增里程为 335 公里，高铁新增里程 2500 公里，随着我国高铁“走出去”的战略深入，后续公司轨交零部件业务有望受益。新能源汽车方面，全资子公司凯瑞电动已经成功将其研发的电动控制系统产业化，2015 年公司整车控制器已经实现 4585 万元收入和 153 万元净利润。凯瑞电动 VCU 产品计划在 16 年实现完全投产，公司新能源汽车零部件产品有望乘风新能源大趋势，提升公司产业化业绩。

2 市场和监管双管齐下推动汽车技术服务

2.1 汽车技术服务覆盖范围

公司汽车技术服务包括：汽车技术研发与咨询服务、汽车测试与评价。

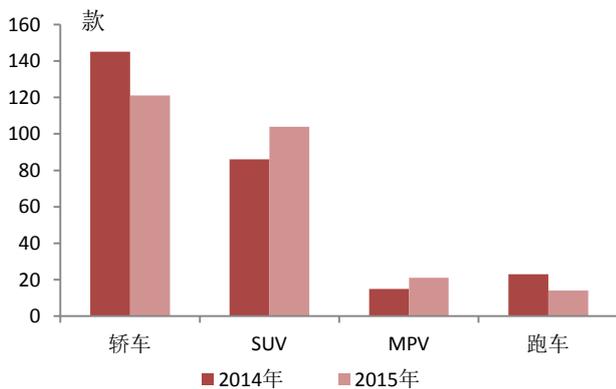
汽车技术研发与咨询服务具体业务包括汽车整车及零部件设计开发、动力总成匹配与集成、汽车底盘及操纵稳定性、NVH、EMC、汽车安全、汽车电子、汽车智能、新能源汽车系统开发等。

汽车产品测试评价主要是为汽车及零部件企业提供满足国家行业主管部门法规标准要求新产品公告申报、CCC、进口车、汽车环保产品认定和排放、燃料消耗量等检测服务，为整车及零部件企业新产品开发及产品性能改进提供试验验证、工程咨询服务。

2.2 新车型审批和排放升级利好汽车技术研发和咨询

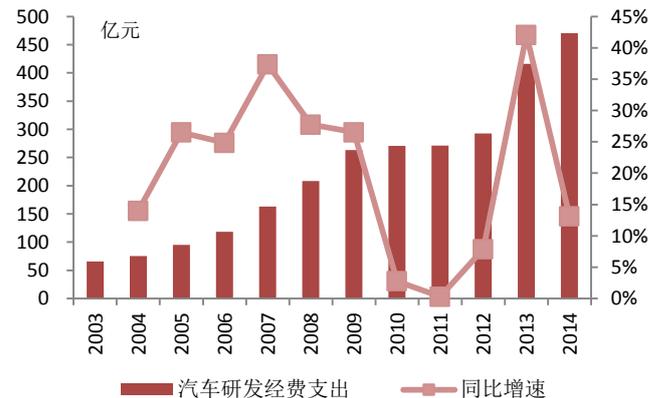
汽车行业总体已经进入产能过剩，增速放缓的时期，前端市场已经乏力，各大厂商为保持自己的竞争优势，需不断更新技术，推出更多的新车型来维持自己的市场份额。新车型上线将会带来的普通测试评价与质量监督检验的增多。

图 5：2014-2015 乘用车新车市场情况



数据来源：《2015 中国汽车市场白皮书》，西南证券整理

图 6：2003-2014 年国内汽车研发经费支出及同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

传统燃油乘用车方面，2015 年国内合计推出 260 款新车型，每种新车一个配置车型的上市公告认证费用在 200-300 万元，每种新车一般涉及到四套动力总成（发动机+变速箱），高、中、低三个版本的一共约 6-10 款配置，每年乘用车新车的公告认证费用基本维持在 30-60 亿元，中间过程试验的费用是其 2-3 倍。

表 1：国内汽车研发咨询机构分类

分类	特点	代表
汽车制造厂商下属产品开发机构	制造商专属服务机构，进行引进技术的消化吸收、车辆局部改型及部分零部件设计工作，通常该类机构与外部的汽车开发及咨询机构合作进行新车型的开发。	一汽技术中心、上汽技术中心、东风技术中心、长安工程研究院、吉利技术中心、奇瑞工程研究院
国外汽车研发咨询公司国内机构	经验丰富、专业完善、数据库丰富，与本国汽车企业的合作历史长，几乎承担了国内合资车企的设计开发业务和部分国内自主品牌的设计开发业务。	MagnaSteyr、EDAG、Pininfarina、Italdesign、EAC、AVL、FEV、ZF、SouthwestResearchInstitute、Ricardo、Bosch、Delphi、Continental
国内独立汽车研发咨询机构	技术人员一般以自身培养或从汽车制造厂商分离出来的为主。优势为报价较低，劣势为技术水平有限、订单不持续和品牌知名度不够等。	同济同捷、阿尔特、长城华冠、龙创设计、中国汽研、奔腾动力、天大内燃机所、天津清源、上海燃料电池、北京清能华通

数据来源：西南证券整理

此外，虽然我国汽车行业采用的技术标准基本沿袭欧美汽车标准体系，但在推行时间上要晚于欧洲 5-10 年，标准的不断加严已成必然趋势。目前正在推行的国 V 排放标准，在污染物和 OBD 限值上加严 30%-50%，在耐久里程上加严 60%，试验费用翻番。国家第三阶段油耗标准比第二阶段加严 20%，该指标对每个汽车 OEM 生产的所有车型平均油耗进行限制，必然倒逼车厂进行技术升级。

公司作为国内为数不多的独立汽车研发咨询机构，将直接受益于新车型上市前所必须经历的普通测试评价与质量监督检验过程，技术咨询订单未来有望维持可观增长，排放检测和相关技术服务价格有望提升。近年来国内汽车行业研发投入呈现阶跃式增长，2014 年已经用于汽车技术研发的投入已经超过 470 亿元，未来新技术认证需求旺盛，直接利好公司主业。

2.3 汽车产品技术进步利好汽车测评业务

汽车测评行业可分为普通测试评价和质量监督检验业务。由于国内汽车标准正逐步与国际接轨，近年来国家汽车主管部门对国内汽车质量监督检验标准制修订力度加大，涉及安全、环保、节能的一些新标准相继发布实施，促进了国内汽车产品技术的进步。

图 7：测试评价业务分类


数据来源：公司公告，西南证券整理

同时，随着我国进口汽车市场的迅速发展和中外合资汽车生产企业的不断建立，也促进了国内汽车及零部件生产厂商提高自主创新能力、提升产品性能。因此，普通测试评价和质量监督检验业务近年来均取得了较大的发展，也进一步要求汽车检测机构的测试评价能力建设更加完善。

表 2：国内主要汽车测试评价机构

机构名称	业务范围	特点
国家轿车质量监督检验中心 (天津)	成立于 1985 年，现隶属于国务院国有资产监督管理委员会。天津中心作为行业技术归口单位和国家政府主管部门的技术支撑机构，长期以来一直协助政府开展汽车行业标准与技术法规、产品认证检测、质量体系认证、行业规划与政策研究、信息服务与软科学研究工作，具有很强的技术实力。其业务市场主要为乘用车检测，正在向商用车扩展，并独家开展国内新车碰撞星级测试评价业务，对国内 M1 类汽车生产企业形成较大影响。	独立第三方检测机构、 乘用车检测能力齐全、 标准制定行业规划政策研究、 产业化相对薄弱
国家汽车质量监督检验中心 (长春)	成立于 1953 年，产权归属于中国第一汽车集团公司，拥有农安和海南两个汽车试验场，该中心检测业务广泛，具有汽车整车、底盘、发动机、车身附件、汽车用非金属材料、轮胎等 60 余种产品的检测能力和非接触速度计等 10 种汽车专用仪器的校准能力。长春中心除一汽集团及其下属企业的检测业务外，在国内测试评价业务中亦占有较大的市场份额。	隶属一汽集团非独立第三方、 检测能力齐全、 无独立研发团队、 无产业化业务
国家汽车质量监督检验中心 (襄樊)	成立于 1995 年，产权归属于东风汽车公司。目前，该中心具备 71 大类汽车及零部件产品共计 488 项标准的国家授权的检测能力、13 项汽车专用测试仪器的校准能力及 16 项汽车产品工厂审查能力，还具有 84 项欧盟法规、57 项欧盟指令、3 项美国联邦法规的检测能力。拥有 17 项国家专利。襄樊中心除拥有东风集团及其下属企业的检测业务外，在国内测试评价业务中占有较大的市场份额。	隶属二汽集团非独立第三方、 检测能力齐全、 无独立研发团队、 无产业化业务
国家机动车产品质量监督检验中心 (上海)	成立于 2004 年，其实际控制人为上汽集团。该中心初期投资超过 7 亿元，具有投资规模大、检测门类全、技术水平高、综合技术服务能力强等特点。因其试验检测仪器设备较为先进，吸引了较多外资与合资企业的检测业务。依托上海汽车集团优势，随着该中心 2009 年获得的“公告”检测资质授权，该中心已经成为汽车测试评价行业的有力竞争者。	隶属上汽集团非独立第三方、 成立时间短检测能力正在健全、 独立研发团队、 无产业化业务

机构名称	业务范围	特点
国家机动车质量监督检验中心 (重庆)	成立于 1984 年，一直作为国家和行业的汽车产品质量监督检验机构承担着全国汽车行业的整车、底盘零部件和汽车发动机等产品试验、检测和质量监督工作。中心目前已获中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可的授权项目覆盖车辆、发动机排放检测；汽车整车实车碰撞试验；各类燃油、燃气汽车整车；低速货车；摩托车；各类发动机；底盘零部件（包括汽车传动系、制动系、转向系、悬架、车轮、车身附件、电气设备、仪表等）；电磁兼容；汽车噪声和振动；车辆用金属和非金属材料；燃气汽车专用装置的强制性标准和车辆行业要求的所有试验、检测。	独立第三方检测机构、 检测能力齐全、 有较强的产业化经验和团队、 产业化业务突出

数据来源：西南证券整理

公司在汽车智能化和风洞方面也有所布局，技术服务能力继续强化。汽车 ADAS 系统测试评价能力建设项目陆续完工，正在陆续完成验收，未来将具备完善的智能整车检测能力。

2016 年 6 月，公司中标“基于宽带移动互联网的智能汽车和智慧交通应用示范工程及产品工程化公共服务平台”重点项目，未来将投入 1 亿元搭建基于车载环境下的 4G/5G 网络通信、LTE-V2X、北斗导航定位技术标准、测试验证和公共服务中心。

此外，公司牵头多家大型主机厂成立了汽车风洞联盟，2018 年两座汽车风洞投入运行后公司将具有国际一流的汽车空气动力学中心。项目预计 2019 年可实现收入 1.16 亿元和利润总额 5260 万元，并带动汽车技术研发相关业务发展。

3 公司产业化多点布局，经济回暖有望多点开花

产业化方面，公司渠道优势明显，公司长期与大学、科研院所以及政府主管部门和行业协会学会保持着良好的合作关系，为长安、江铃、奇瑞、中国重汽、上依红、潍柴、玉柴等客户保持长期的合作关系，拥有相对稳定的客户群。

表 3：2014-2015 公司专用车产业化情况

车型	2014 年	2015 年	同比增速
自卸车	1397	190	-86.40%
混凝土搅拌车	147	134	-8.80%
环卫车	144	137	-4.90%

数据来源：公司公告、西南证券整理

专用车方面，受到专用车需求低迷影响，公司专用车产业化情况有所下滑，凭借公司车辆研究和测试方面的实力，随着经济好转，专用车销售有望改善。

轨道交通方面，公司已成功研发出跨座式单轨列车减速传动齿轮箱、基础制动装置、导向及稳定装置、走行轮组件、轮胎气压检测装置等关键零部件产品，已取代进口产品上线运营，主要竞争对手主要来自国外。受益于未来城镇化建设，公司轨道交通零部件业务可期。

汽车燃气领域，公司具备了第一代机械混合器系统、第二代电控混合器系统和第三代电控多点顺序喷射系统技术，能够完成轿车、客车、商用车燃气发动机的开发与集成。目前新能源汽车仍属于起步阶段，天然气汽车产品的成熟性高，公司燃气系统零部件业务将企稳。

电动汽车和汽车智能化方面，公司 2014 年决定投资 1 亿元成立重庆凯瑞电动汽车系统有限公司，从事车辆电动化相关的动力系统、控制系统的技术服务及研发生产。2014 年实际投资 6000 万元，2015 年实际投资 4000 万元，完成投资。2015 年度，凯瑞电动形成了小批量配套的基本能力，实现收入 4585 万元、净利润 153 万元。智能化方面，未来公司在 ADAS 和智能驾驶方面将具有权威的测试场地和数据积累，目前新能源汽车行业景气度高，公司在新能源汽车系统检测方面收益的同时有参与新能源汽车和智能驾驶相关技术标准制定，产业化进程也将同时受益。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

技术服务：新车型增长和排放标准升级利好公司汽车技术服务未来。我们预计该业务将迎来相对较快的增长。预计 2016-2018 年销售毛利率分别为 55%、55%、55%；

专用汽车：专用车产业化受宏观经济影响，未来预计将企稳。预计 2016-2018 年销售毛利率分别为 5%、5%、5%；

轨道交通零部件：目前该业务主要涉及城市轨交系统，产销量较小，短期内空间有限，我们预计该业务 2016-2018 年毛利率分别为 50%、45%、40%；

汽车燃气零部件：燃气汽车成熟度较高，市场和技术相对稳定，我们预计该业务 2016-2018 年毛利率分别为 30%、25%、25%；

电动汽车零部件：公司在技术标准制定上具有发言权，将受益电动汽车行业景气度，产业化有望高速增长，我们预计该业务 2016-2018 年毛利率分别为 17%、20%、25%；

汽车实验设备制造开发：未来汽车研发投入将逐步加码，实验设备需量有望提升，我们预计该业务 2016-2018 年毛利率分别为 28%、28%、28%。

表 4：公司主要业务收入（万元）及增速预测

项目		2015A	2016E	2017E	2018E
技术服务	收入	67,544.90	81,053.88	101,317.35	126,646.69
	yoy	23.40%	20.00%	25.00%	25.00%
	成本	30,086.95	36,474.25	45,592.81	56,991.01
	毛利率	55.46%	55.00%	55.00%	55.00%
专用汽车	收入	24,886.56	27,375.22	28,743.98	28,743.98
	yoy	-66.07%	10.00%	5.00%	0.00%
	成本	23,324.88	26,006.46	27,306.78	27,306.78
	毛利率	6.28%	5.00%	5.00%	5.00%
轨道交通零部件	收入	11,414.57	10,273.11	7,191.18	3,595.59
	yoy	-8.85%	-10.00%	-30.00%	-50.00%

项目		2015A	2016E	2017E	2018E
	成本	5,327.95	5,136.56	3,955.15	2,157.35
	毛利率	53.32%	50.00%	45.00%	40.00%
汽车燃气零部件	收入	6,744.02	5,732.42	5,159.18	4,901.22
	yoy	-33.56%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
	成本	4,073.29	4,012.69	3,869.38	3,675.91
	毛利率	39.60%	30.00%	25.00%	25.00%
电动汽车零部件	收入	4,520.85	8,137.53	13,020.05	18,228.07
	yoy	10759.60%	80.00%	60.00%	40.00%
	成本	3,772.58	6,754.15	10,416.04	13,671.05
	毛利率	16.55%	17.00%	20.00%	25.00%
汽车实验设备 开发制造	收入	3,802.43	3,992.55	4,192.18	4,401.79
	yoy	-13.44%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	2,742.89	2,882.62	3,026.75	3,178.09
	毛利率	27.86%	27.80%	27.80%	27.80%
其他	收入	1373.9	1511.3	1662.4	1828.7
	yoy	-17.83%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1,063.9	1,209.0	1,329.9	1,462.9
	毛利率	22.56%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	120,289.19	138,079.92	161,293.38	188,357.28
	yoy	-23.33%	14.79%	16.81%	16.78%
	成本	70,423.14	82,479.48	95,503.19	108,452.72
	毛利率	41.46%	40.27%	40.79%	42.42%

数据来源：西南证券

盈利预测与投资建议：

我们预计中国汽研 2016-2018 年 EPS 分别为 0.33 元、0.39 元、0.48 元，对应 PE 分别为 30 倍、26 倍、21 倍，公司汽车技术服务有望维持高增长，产业化能力强，有望多点开花，首次给予“增持”评级。

5 风险提示

技术服务业进展或低于预期、产业化进度或低于预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1202.89	1380.80	1612.93	1883.57	净利润	305.16	315.08	368.23	449.38
营业成本	704.23	824.80	955.03	1084.53	折旧与摊销	100.35	126.96	158.23	182.10
营业税金及附加	8.27	9.20	10.11	12.24	财务费用	-39.73	-4.00	-3.43	-3.88
销售费用	38.82	44.00	51.62	60.19	资产减值损失	16.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	148.79	171.12	199.76	233.33	经营营运资本变动	121.48	-34.87	-137.28	-143.29
财务费用	-39.73	-4.00	-3.43	-3.88	其他	-140.41	-22.88	-24.74	-23.87
资产减值损失	16.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	363.35	380.30	361.01	460.43
投资收益	23.76	23.80	24.28	23.95	资本支出	-174.44	-650.00	-400.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	110.53	24.21	23.89	24.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-63.91	-625.79	-376.11	-95.99
营业利润	349.77	359.48	424.12	521.10	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	16.98	16.75	16.79	16.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	366.75	376.23	440.92	537.91	股权融资	128.16	0.00	0.00	0.00
所得税	61.59	61.15	72.69	88.54	支付股利	-64.08	-32.65	-35.32	-39.96
净利润	305.16	315.08	368.23	449.38	其他	-120.43	4.00	3.43	3.88
少数股东损益	-5.72	-5.91	-6.90	-8.42	筹资活动现金流净额	-56.35	-28.65	-31.89	-36.08
归属母公司股东净利润	310.88	320.98	375.13	457.80	现金流量净额	243.09	-274.14	-46.99	328.37
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1372.98	1098.84	1051.85	1380.22	成长能力				
应收和预付款项	457.48	464.62	555.51	663.75	销售收入增长率	-23.33%	14.79%	16.81%	16.78%
存货	195.67	194.38	238.75	266.16	营业利润增长率	17.13%	2.78%	17.98%	22.87%
其他流动资产	431.02	477.57	564.56	656.68	净利润增长率	-26.08%	3.25%	16.87%	22.04%
长期股权投资	36.40	36.40	36.40	36.40	EBITDA 增长率	20.11%	17.56%	20.00%	20.80%
投资性房地产	6.57	6.15	6.54	6.47	获利能力				
固定资产和在建工程	1688.46	2220.39	2471.05	2417.84	毛利率	41.46%	40.27%	40.79%	42.42%
无形资产和开发支出	218.33	209.58	200.82	192.07	三费率	12.29%	15.29%	15.37%	15.38%
其他非流动资产	44.78	44.64	44.50	44.36	净利率	25.37%	22.82%	22.83%	23.86%
资产总计	4451.67	4752.56	5169.97	5663.95	ROE	7.97%	7.67%	8.29%	9.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.85%	6.63%	7.12%	7.93%
应付和预收款项	375.24	399.88	473.96	548.15	ROIC	10.27%	10.71%	10.75%	12.26%
长期借款	2.83	2.83	2.83	2.83	EBITDA/销售收入	34.12%	34.94%	35.89%	37.13%
其他负债	245.69	239.52	249.93	260.30	营运能力				
负债合计	623.76	642.23	726.72	811.28	总资产周转率	0.28	0.30	0.33	0.35
股本	961.18	961.18	961.18	961.18	固定资产周转率	0.93	0.93	0.87	0.91
资本公积	1411.41	1411.41	1411.41	1411.41	应收账款周转率	4.44	6.24	6.40	6.23
留存收益	1403.35	1691.68	2031.50	2449.33	存货周转率	3.79	4.22	4.40	4.29
归属母公司股东权益	3775.94	4064.27	4404.09	4821.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.76%	—	—	—
少数股东权益	51.97	46.06	39.16	30.74	资本结构				
股东权益合计	3827.91	4110.33	4443.25	4852.66	资产负债率	14.01%	13.51%	14.06%	14.32%
负债和股东权益合计	4451.67	4752.56	5169.97	5663.95	带息债务/总负债	0.45%	0.44%	0.39%	0.35%
					流动比率	5.69	4.96	4.51	4.79
					速动比率	5.24	4.53	4.06	4.36
					股利支付率	20.61%	10.17%	9.41%	8.73%
					每股指标				
					每股收益	0.32	0.33	0.39	0.48
					每股净资产	3.98	4.28	4.62	5.05
					每股经营现金	0.38	0.40	0.38	0.48
					每股股利	0.07	0.03	0.04	0.04
业绩和估值指标									
EBITDA	410.39	482.44	578.93	699.33					
PE	31.44	30.45	26.06	21.35					
PB	2.55	2.38	2.20	2.01					
PS	8.13	7.08	6.06	5.19					
EV/EBITDA	20.33	17.86	14.96	11.92					
股息率	0.66%	0.33%	0.36%	0.41%					

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 15 楼

邮编：200120

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn