

充电运营得天独厚，移动传媒资质优良

投资要点

- **背景优势明显，充电桩运营收益稳定：**公司与华商三优、协鑫瑞通共同出资设立“隆瑞三优新能源汽车服务公司”，发展新能源公交车充电桩的建设和运营，公司大股东北京公交集团拥有着北京地区公共交通运营的场地、车辆等资源优势，且北京市大力提升新能源大巴车占比，确保需求稳定提升；华商三优和协鑫瑞通能提供从产品制造、电站设计施工到充电桩运营、维护等一体化流程，强强联合使公司充电桩业务发展得天独厚，业绩增长无忧。
- **汽车服务及传媒协同发展：公司掌控稀缺户外传媒资源：**北京庞大的客流群体使得公交车身成为拥有最大受众群体、最广大受众层面的广告媒体，北京公交集团为公司提供了优异的媒体平台。公司广告传媒将原有的固定出租媒体的经营模式转变为引入户外媒体营销公司合作经营，实现了优势互补，并在各领域通过合作经营、自主经营或两者相结合的模式，使得广告收益稳步提升。**汽车服务业链条完善：**公司子公司公交驾校通过创新营销策略，策划特色营销活动，逐步扩大招生网络，业绩近年来连续保持稳步增长的发展势头；小型乘用车汽车服务业务已逐步趋于成熟，经营水平和品牌规模正逐步不断扩大；汽车售后服务及车辆报废回收拆解业务也完成布局。汽车服务产业链条完善，发展空间巨大。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.40元、0.55元和0.67元，对应PE分别为35倍、25倍、21倍。我们认为公司是充电运营领域稀缺标的，北京公交集团背景为公司在车辆服务领域和移动传媒领域的业务开展提供保障，公司有望随着新能源汽车继续推广而获益，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**北京地区新能源大巴车推广力度不及预期的风险，充电桩建设速度过缓的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3010.60	3179.12	3772.30	4238.10
增长率	0.34%	5.60%	18.66%	12.35%
归属母公司净利润(百万元)	146.13	160.05	220.18	269.01
增长率	-22.51%	9.52%	37.57%	22.18%
每股收益EPS(元)	0.36	0.40	0.55	0.67
净资产收益率ROE	8.70%	9.62%	12.24%	13.79%
PE	38	35	25	21
PB	2.94	2.97	2.74	2.53

数据来源: Wind, 西南证券

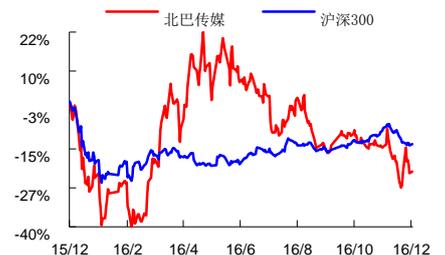
西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
电话: 021-68415929
邮箱: lzh@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)	4.03
流通A股(亿股)	4.03
52周内股价区间(元)	10.82-21.86
总市值(亿元)	55.68
总资产(亿元)	34.62
每股净资产(元)	4.34

相关研究

目 录

1 公司业绩平稳，充电运营优势明显	1
1.1 汽车服务业务齐全，业绩、费率保持稳定	1
1.2 积极布局，进驻充电运营市场	2
2 充电桩发展提速，运营提供业绩支撑	2
2.1 充电桩发展进入爆发期	2
2.2 北京推进新能源汽车带来发展空间	3
2.3 充电运营模式确保业绩提升	5
3 汽车服务及传媒协同发展	6
3.1 依托北京公交集团背景，掌控稀缺户外传媒资源	6
3.2 业务发展良好，盈利仍有增长空间	7
3.3 汽车服务业务完整成熟，有望实现链条联动共赢	8
4 盈利预测与投资建议	10
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司近年来营收变化.....	1
图 2：公司主业构成情况.....	1
图 3：公司近年来费率稳定.....	2
图 4：“一车一桩”目标差距明显.....	3
图 5：充电桩建设数量要求巨大.....	3
图 6：北京推广新能源小客车及普通小客车指标.....	4
图 7：2015 北京充电设施建设及新能源车推广未达目标.....	4
图 8：公司拥有得天独厚的股东背景优势.....	5
图 9：单机车广告示意图.....	6
图 10：候车亭灯箱广告示意图.....	6
图 11：公司 IT 互联网领域合作客户.....	7
图 12：公司食品饮料领域客户.....	7
图 13：公司 2013—2016 年中报传媒业务营收状况.....	8
图 14：公司 2013—2016 年中报传媒业务毛利率.....	8
图 15：公司公交驾校业务营收与毛利率整体趋势向上.....	8
图 16：公司 4s 店业务营收维持稳定.....	9
图 17：汽车售后服务市场利润丰厚.....	9

表 目 录

表 1：北京市推广新能源汽车的相关文件.....	3
表 2：电运营测算及系数（假设比例为两车一桩，计算一台充电桩的营业毛利率）.....	5
表 3：公司传媒业务经营状况.....	7
表 4：分业务盈利预测表.....	10
附表：财务预测与估值.....	11

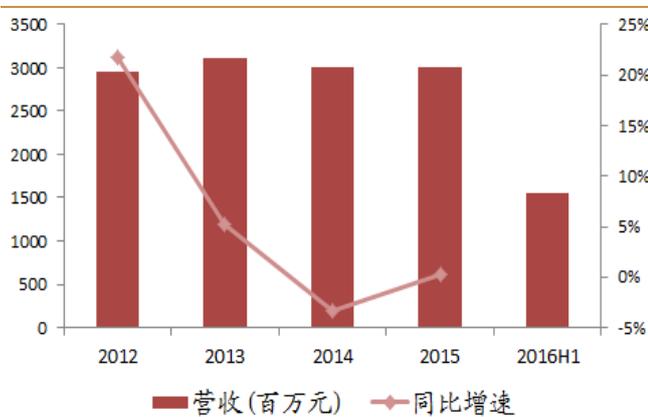
1 公司业绩平稳，充电运营优势明显

北京巴士传媒股份有限公司成立于 1999 年，2001 年在上海证券交易所上市，公司成立之初主业为城市公交客运，现已通过多次资产重组转型为公交广告、汽车服务(含充电运营)的传媒加汽车服务公司。公司的大股东为北京公共交通控股(集团)有限公司，集团业务以经营地面公共交通客运为主。

1.1 汽车服务业务齐全，业绩、费率保持稳定

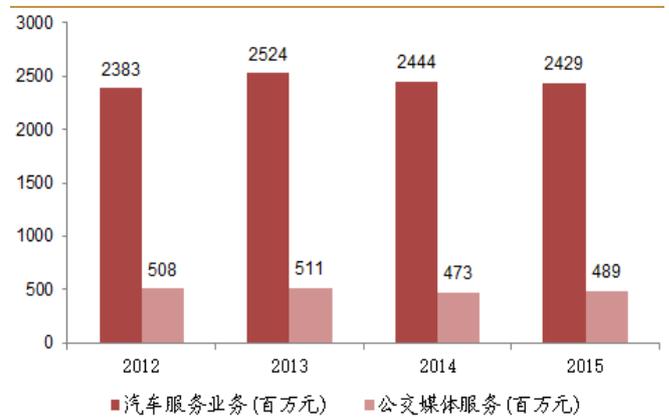
公司近年来营收较为稳定，2015 年实现营业收入近 30.1 亿元，归母净利润近 1.5 亿元，其中汽车服务业务营收近 24.3 亿元，占主营业务收入比重约 83.2%。

图 1：公司近年来营收变化



数据来源：公司年报，西南证券整理

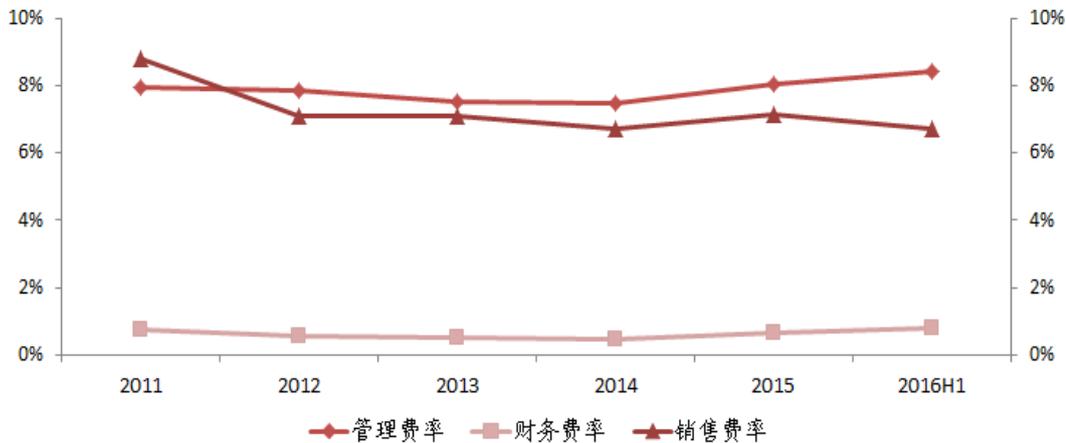
图 2：公司主业构成情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司的汽车服务业务中，主要有汽车 4S 店、驾驶员培训、汽车租赁服务、报废汽车拆解服务等，其中涉及到小型汽车销售、维修与售后服务的汽车 4S 店业务所占比重最大，占到公司主营收入的 65.5%，但因竞争激烈等原因，毛利率仅在 8% 左右。公司因大股东背景优势，主要业务集中在北京地区，占主营业务收入比重可达 97.8%；其余占比 2.2% 的主营收入来源于山西地区。

公司近年来费用整体保持稳定，2015 年度销售费用占营业收入比例为 7.2%，管理费用率为 8.1%，财务费用近 0.7%。而在 2016 年上半年，此三项费用率分别是 6.7%、8.4% 和 0.8%。

图 3：公司近年来费率稳定


数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 积极布局，进驻充电运营市场

公司的全资子公司“北京隆源工贸有限责任公司”与华商三优、协鑫瑞通共同出资设立“隆瑞三优新能源汽车服务公司”，发展新能源公交车充电桩的建设和运营，其中隆源工贸出资 2000 万元，占股 40%，为隆瑞三优的控股股东，其余两家各占比 30%。

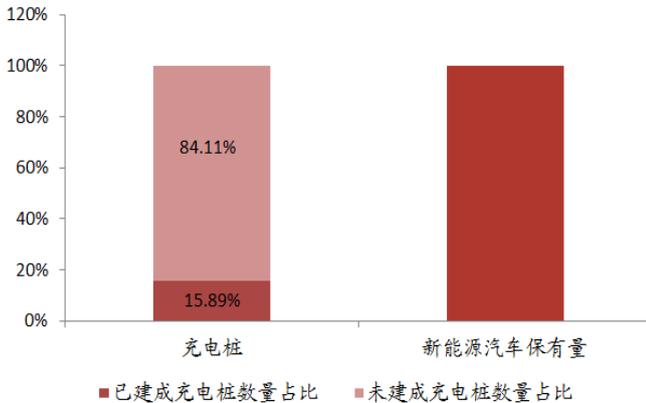
合作伙伴中，华商三优属于北京供电公司的三产企业，具有明显的背景优势，并具备新能源产品的制造能力，充电站的设计施工能力；协鑫瑞通的主营业务即电动汽车充电桩(站)的投资、运营、维护等。两家合作商带来了充电运营的技术和经验，再加之公司的北京公交集团背景，公司将在北京地区实现新能源公交车充电桩运营的垄断。

2 充电桩发展提速，运营提供业绩支撑

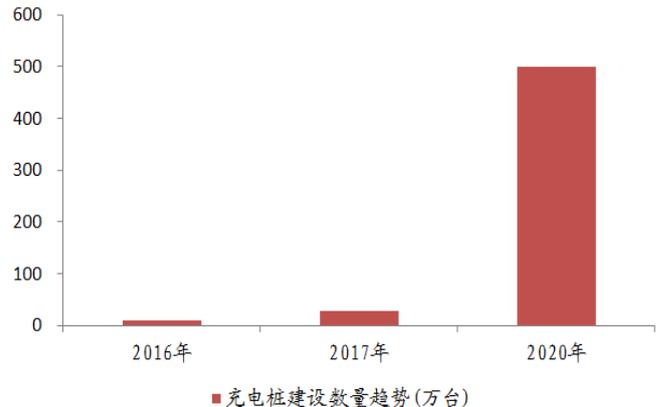
2.1 充电桩发展进入爆发期

在发改委、能源局、工信部和住建部联合印发的《电动汽车充电基础设施发展指南(2015-2020)》中提出，到 2020 年我国要新建集中式充换电站 1.2 万座，分散式充电桩 480 万台，目标是达到“一车一桩”的比例需求。

但目前为止，我国的充电基础设施建设仍远未达标：截止至 2016 年 6 月底，我国累计建成充电桩 10.6 万台，其中公共桩 8.1 万台。与此同时，我国新能源汽车保有量已近 66.7 万辆，与指南中提出的 2020 年总数量目标及“一车一桩”比例需求均存在巨大差距。充电基础设施建设的滞后会严重影响新能源汽车的健康发展，这将会引起社会重视并将大力推进，据我们估算，为完成目标，我国充电桩建设数量未来几年会达到约 160% 的复合增速。

图 4：“一车一桩”目标差距明显


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 5：充电桩建设数量要求巨大


数据来源：公司年报，西南证券整理

2.2 北京推进新能源汽车带来发展空间

近年来由于空气污染严重等原因，北京市在推广新能源汽车上不遗余力，推进公交电动化，鼓励单位及个人购买使用电动汽车，同时注重充电服务设施网络的建设完善，取消了新能源车的限购政策并给与相当额度的购置补贴，与此同时出台了一系列相关政策指导文件以加速新能源汽车的推广。

表 1：北京市推广新能源汽车的相关文件

发布时期	政策文件
2013 年 9 月 11 日	北京市 2013-2017 年清洁空气行动计划
2014 年 1 月 22 日	北京市大气污染防治条例
2014 年 6 月 16 日	北京市电动汽车推广应用行动计划(2014-2017 年)
2015 年 8 月 17 日	《北京市“十三五”时期节能降耗及应对气候变化规划》

数据来源：公司年报，西南证券整理

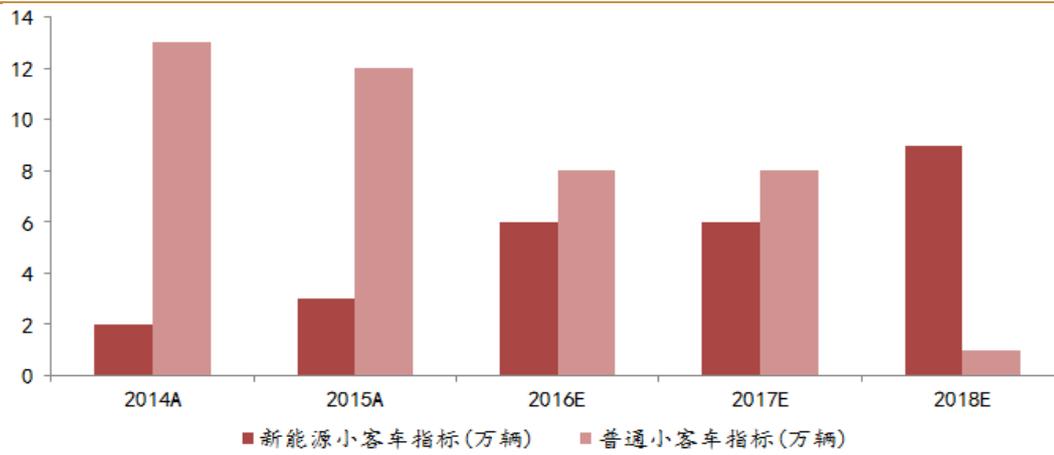
公交车物流车领域：根据《北京市电动汽车推广应用行动计划(2014-2017 年)》显示，到 2017 年，投运电驱动公交车不低于 4500 辆，相对于目前纯电动车辆 625 辆，双源电动车 1048 辆的状况，新能源公交车保有量将实现同比大幅增长。同时北京市政府制定的《北京市 2013-2017 年清洁空气行动计划重点任务分解》也对北京市的新能源汽车推广作明确指示：公交领域，要求新增或者更新公交车中，新能源、清洁能源车辆的比例达到 70%，其中更新超过 1000 辆电动驱动公交车；在物流车领域，加速各县区低速货运汽车淘汰和替换工作，推广电动车，目标是 16900 辆。计划更新 150 辆邮政车辆，其中新能源车数量达到 20%，即 30 辆。

在私人用车领域：受新能源车不限行等一系列利好推动力影响，北京市 2015 年新增 2.35 万辆新能源车。与此同时新能源汽车的爆发增长带来了充电桩建设的热潮，截至 2015 年底，北京市累计建成充电桩 2.1 万根。其中 2015 年新建的充电桩共有 4000 多根，预计 2016 年再增公共充电桩数量不低于 5000 根。而长期看北京新能源车指标占比将不断增加，为了《北京市 2013-2017 年清洁空气行动计划》中的目标，从 2014 年开始，到 2017 年底，北京小客车的指标，由 24 万辆，变成 15 万辆。同时，为了进一步加快推广新能源汽车，从 2013

年开始，到 2017 年底，也发布了新能源汽车的推广计划，每年的推广数量目标分别为 2 万辆、3 万辆、6 万辆和 6 万辆。

北京市于今年 8 月 17 日发布《北京市“十三五”时期节能降耗及应对气候变化规划》，提出到 2020 年，北京市纯电动汽车推广应用规模要达到 40 万辆左右。同时根据最新发布消息，2018 年~2020 年，北京小客车指标将降为 10 万辆，以此测算如果 2016-2017 年仍然为 6 万辆的话，意味着 2018-2020 年的新能源的推广目标至少为 9 万辆，留给燃油车的空间只有每年 1 万辆左右。新能源汽车指标的增加必将带来充电桩需求的爆发，公司作为这一领域的先行者提前布局，在未来两年随着政策逐步兑现，将实现营收的高速增长。

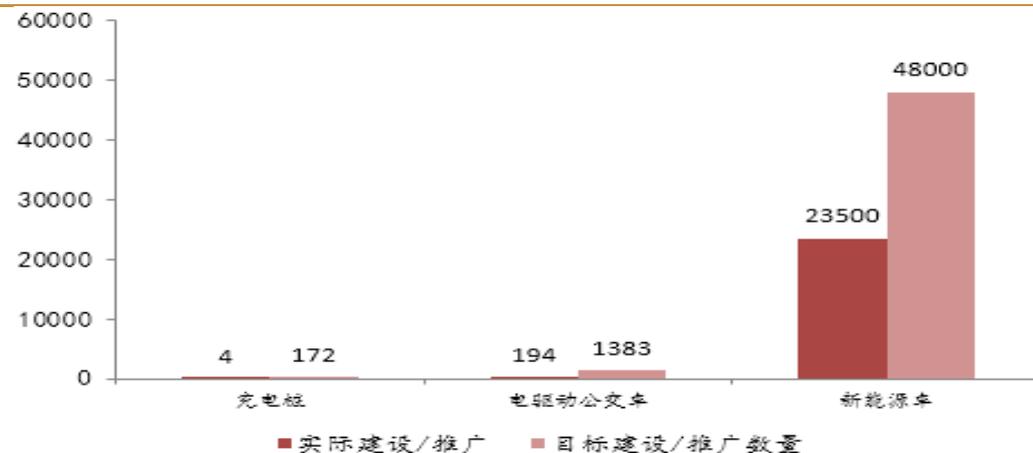
图 6：北京推广新能源小客车及普通小客车指标



数据来源：公司年报，西南证券整理

由此我们认为随着政策的利好，北京市公共用车和私家车数量将保持高速递增，对充电设施的需求也日趋明显。但是数据显示，2015 年北京市仅完成 4 台充电桩的建设，与计划的 172 台相距甚远，计划更新 2500 辆公交车（其中投入电驱动车 1383 辆）也只完成了 194 辆。由此可知，推进新能源车的推广和充电设施的建设势在必行，充电桩建设和运营将迎来飞速发展。

图 7：2015 北京充电设施建设及新能源车推广未达目标

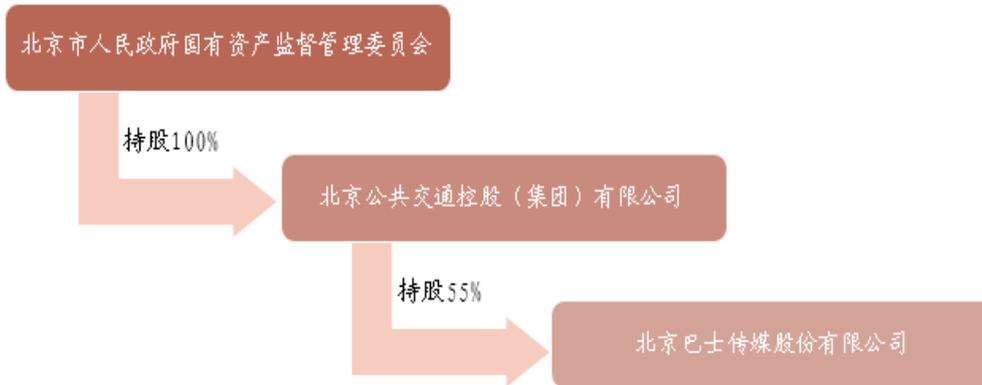


数据来源：公司年报，西南证券整理

2.3 充电运营模式确保业绩提升

公司大股东是北京公交集团，截止至 2015 年底，拥有运营车辆逾 3 万辆（含八方达），其中纯电动车辆 625 辆，双源电动车 1048 辆，旗下更有近千座公交场站。这对公司发展充电桩运营提供了场所便利和稳定的收入来源，并且在后续开展私家车充电运营领域也将拥有得天独厚的资源优势。

图 8：公司拥有得天独厚的股东背景优势



数据来源：公司年报，西南证券

根据公司与北京公交集团签署的《综合服务协议》中显示，公司充电桩充电服务收入来源由充电电费和充电服务费组成。其中，充电电费收费标准是“按平段电价 0.8595 元/度的标准收取电费，涉及到峰时充电导致电价成本的高风险由乙方承担”；充电服务按充电电量收取，每千瓦时收费标准为“当日本市 92 号汽油每升最高零售价的 15%”。

目前，北京市 92 号汽油单价均价约为 5.85 元/升，则对应每度电价为 0.8775 元/度，总计每度电价格约为 1.74 元。据北京公交集团 2015 年成本费用公开报告显示，集团旗下的 22250 辆公共汽车全年累计里程数达到 12.95 亿公里，即每车年均近 5.8 万公里行驶里程。而据“中国科技网”报道，目前国内通勤客车耗电量约为 1 度电/公里。由此我们可以测算每辆大巴车的充电运营可为公司带来营收约 10 万元，目前集团旗下的 1673 辆电车可带来营收约 1.7 亿元。我们假设充电桩与新能源车的比例为 1:6，测算得到一台充电桩的营业毛利率约为 49.1%，随着未来几年新能源汽车的更换要求和保有量要求，公司的充电桩运营收入将使公司营业收入得到明显提升。

表 2：电运营测算及系数（假设比例为两车一桩，计算一台充电桩的营业毛利率）

	项目	金额/万
成本项	电费成本/年/	9.97
	充电桩折旧	0.5
	其他固定资产折旧	1
利润项	服务费	10.18
	其他增值服务	1
毛利率		49.1%

数据来源：公司年报，西南证券整理

依据《北京市电动汽车推广应用行动计划(2014-2017年)》等政策文件，我们预计2016年、2017年、2018年北京市电驱动公交车的运营数量将分别达到3000辆、4500辆、7000辆，则未来三年充电桩运营将为公司分别增加营收3亿、4.5亿、5亿，相应毛利润约1.5亿、2.2亿、2.5亿。相对于公司目前的营业情况，将带来营收利润双重方面的可观增长。同时按照相关规划，其他领域的电动车推广目标包括16900辆电物流车，及每年6万辆新能源小客车的推广目标测算，假设未来三年其他领域新能源车保有量将分别为8万、14万、20万，每辆车年均行驶2w公里，每5公里耗电1kwh，其中商用充电桩将满足四分之一的充电需求，我们预计私家车、邮政物流车等未来三年潜在的充电需求将分别达到：1.5亿、2.6亿、3.8亿元，市场规模巨大，若公司向民用充电桩领域开展运营布局，成长空间将进一步打开。

3 汽车服务及传媒协同发展

3.1 依托北京公交集团背景，掌控稀缺户外传媒资源

公司广告传媒业务板块由北巴传媒股份有限公司广告分公司和控股子公司公交广告负责经营，主要经营北京公交集团所拥有的公交车身、车载移动电视、车内小媒体、候车亭灯箱和场站媒体等公交广告媒体及相关传媒业务。

图9：单机车广告示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图10：候车亭灯箱广告示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司拥有的车身媒体为：北京公共交通控股（集团）有限公司范围内的运营线路700余条，运营车辆19000余部，其中单层车数量18000余部，双层车数量1000余部。每日上千万人次的公交客流使公交车身成为拥有最大受众群体、最广受众层面的广告媒体。2010年，北巴传媒对车身广告媒体资源进行了业务整合，将原有的固定出租媒体的经营模式转变为引入CBS、白马、七彩等知名的户外媒体营销公司合作经营，实现了优势互补，广告收益稳步提升。截止报告期末，公司在各领域通过合作经营、自主经营或两者相结合的模式，均取得不菲成绩。

表 3：公司传媒业务经营状况

经营领域	经营状况	经营模式
公交车身媒体业务	公司主营公交车身媒体 19,471 辆，其中双层车 907 辆，单层车 18,564 辆	分公司下设营销中心经营
候车亭灯箱及其他公交广告媒体业务	主营 8,568 块候车亭灯箱，20975 块车内挂板，2318 块户外站牌	站牌媒体由公司自主经营，其它与各合作方合作经营
公交数字媒体业务	北京公交移动电视终端车辆数为 11,581 辆，分布在 544 条线路，公交场站 LED 大屏 62 块	合作经营和自主经营相结合

数据来源：公司年报，西南证券整理

随着市政府对户外广告管理的日趋严格，北京的户外媒体资源也愈发稀缺，公司依托北京公交集团的大股东背景，借助公交媒体平台在户外媒体中确立了强有力的竞争地位。同时公交广告媒体以其覆盖面广、运营时间长、视觉冲击力强等特性，满足了商家产品广告宣传的不同需求，在 IT 互联网、食品饮料、电子、零售商场等众多领域积累了大批优质客户资源。

图 11：公司 IT 互联网领域合作客户

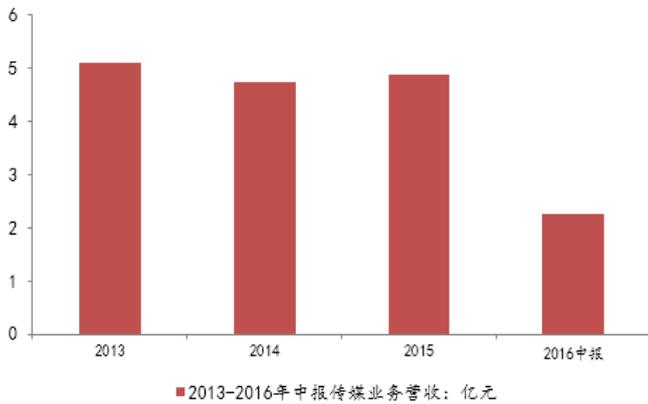

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 12：公司食品饮料领域客户


数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 业务发展良好，盈利仍有增长空间

公司广告传媒业务毛利率水平较高，2015 年度实现收入 4.89 亿元，占主营业务收入 16.75%；毛利率 76.88%，营收水平与毛利率均实现同比小幅增长。同时公司与 4A 公司的车身广告合同即将过期，届时考虑到本公司的公交媒体平台的竞争地位，传媒业务营收及利润有望进一步提升。

图 13: 公司 2013—2016 年中报传媒业务营收状况


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

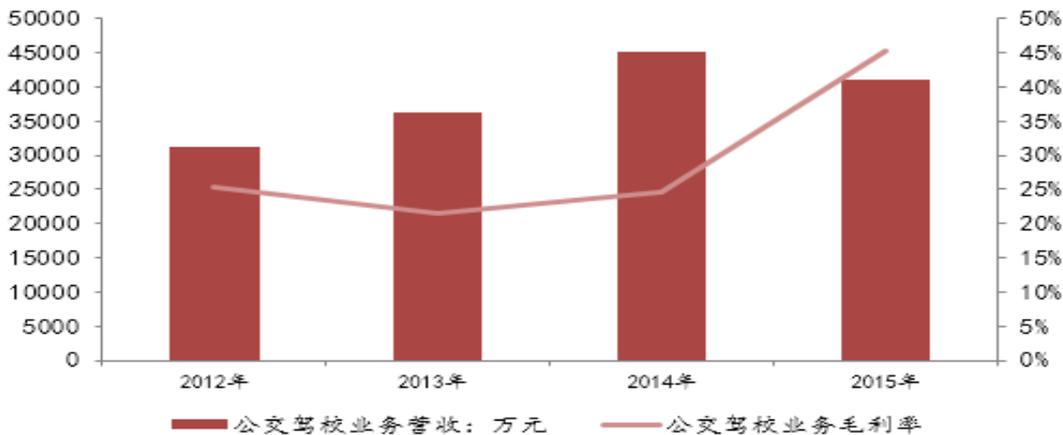
图 14: 公司 2013—2016 年中报传媒业务毛利率


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

3.3 汽车服务业务完整成熟, 有望实现链条联动共赢

公司汽车业务服务板块主要包括车辆驾驶员培训、汽车租赁、车辆销售和维修保养、车辆报废回收拆解等子业务。

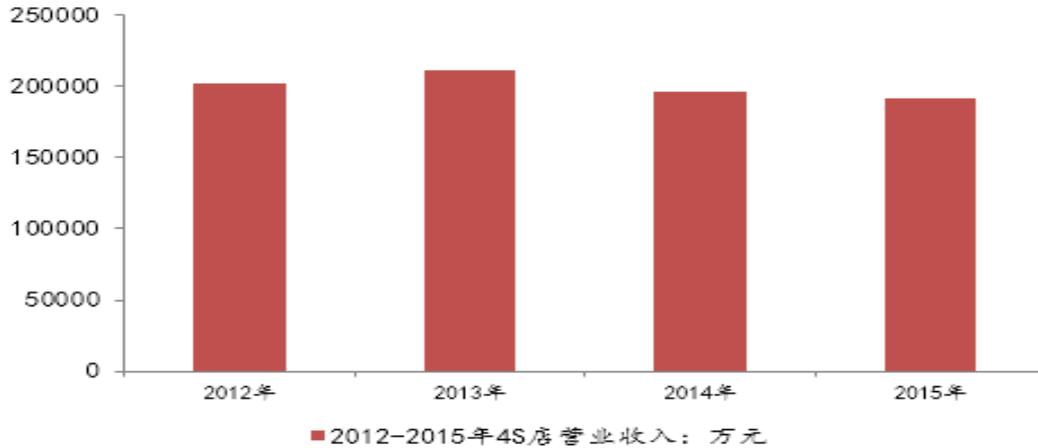
公司控股子公司公交驾校始建于 1954 年, 是可同时容纳千余部教练车训练、考试、场校合一的大型国有汽车驾驶培训学校, 主要面向公交和社会学员提供车辆驾驶员培训一条龙服务。公交驾校通过创新营销策略, 策划特色营销活动, 逐步扩大招生网络, 近年来连续保持着稳步增长的发展势头。

图 15: 公司公交驾校业务营收与毛利率整体趋势向上


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

公司控股子公司海依捷公司小型乘用车的汽车服务平台, 目前旗下拥有上海大众、沃尔沃、雷克萨斯、一汽丰田、广汽本田、东风日产和奔驰商务 7 个品牌的 13 家汽车服务公司, 其中包括 10 家汽车 4S 店 (奔驰商务车品牌 4S 店正在建设中) 和 2 家汽车展厅。公司现有的小型乘用车汽车服务业务已逐步趋于成熟, 经营水平和品牌规模正逐步不断扩大。

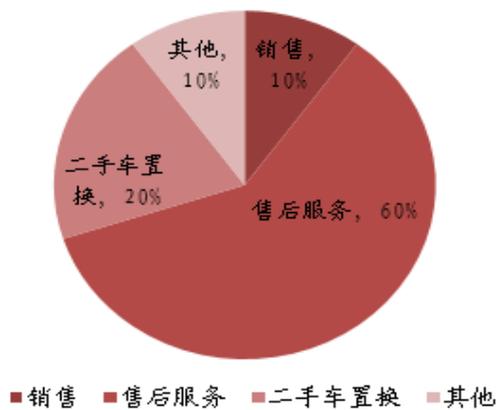
图 16: 公司 4s 店业务营收维持稳定



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

近年来, 全球汽车产业正在转型升级, 汽车行业竞争正由制造领域向服务领域延伸, 汽车销售增速持续放缓, 未来汽车经销商之间的竞争会更加激烈。与此同时, 汽车销量增长使国内的汽车保有量也迅速增长, 预计到 2020 年, 我国汽车保有量或超过 2 亿辆。据统计, 汽车售后服务市场是汽车产业链中最稳定的利润来源, 占总利润的 60%左右。公司汽车服务业务板块由驾驶培训、汽车租赁、整车销售、维修保养、拆解回收等业务构成, 近年来业务发展迅速, 一方面已建成成熟和完整的销售和售后服务体系, 另一方面各子业务具有良好的地域优势, 且产业板块间的关联性强, 已逐步建立并形成了业务间的联动共赢机制; 多项汽车售后服务业务属于朝阳产业, 业务拓展空间较大。

图 17: 汽车售后服务市场利润丰厚



数据来源: 《汽车营销实务》, 西南证券整理

4 盈利预测与投资建议

假设 1: 公司的汽车服务业务包含汽车销售的 4S 店、驾驶员培训、汽车租赁、废旧汽车拆解, 以及新加入的充电运营业务。由于公司 2016 年 9 月才完成 20 余基站, 相应后续建设工程也响应延期, 充电运营数据将在前文计算的基础上下折, 于是我们保守估计 2016-2018 年公司充电运营业务的营收是 0.5 亿、4 亿和 6 亿 (且考虑到邮政物流车和私家车在 2016 年无规模化充电需求, 不会立即为公司带来收益), 而随着汽车租赁业务陆续被大众接受、报废汽车拆解需求量增加等影响, 我们预计公司的汽车服务业务将步入上升期;

假设 2: 公司掌控北京公交传媒的稀缺移动媒体资源, 随着与 4A 公司合同到期, 以及后续停车站点灯光广告陆续开放, 我们认为公司广告传媒业务合同将在 2016 年处于平稳状态, 2017 年起实现小幅稳步增长。

基于以上假设, 我们预计公司 2016 年-2018 年的分业务预测如下:

表 4: 分业务盈利预测表

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
汽车服务业务	收入	2203.79	2415.95	2937.97	3382.06
	增速	-	9.63%	21.61%	15.12%
	毛利率	9.67%	10.15%	14.08%	15.08%
广告传媒业务	收入	488.86	488.86	503.52	518.63
	增速	3.36%	0.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	76.88%	76.00%	76.00%	76.00%
充电运营业务 (合并在汽车服务业务中)	收入	-	50.00	400.00	600.00
	增速	-	-	700.00%	50.00%
	毛利率	-	50.00%	50.00%	50.00%
其他	收入	317.96	324.31	330.80	337.42
	增速	-	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	58.50%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	收入	3010.60	3179.12	3772.30	4238.10
	增速	0.34%	7.26%	16.82%	12.35%
	毛利率	25.74%	24.62%	25.94%	25.71%

数据来源: 西南证券

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.40 元、0.55 元和 0.67 元, 对应 PE 分别为 35 倍、25 倍、21 倍。我们认为公司是充电运营领域稀缺标的, 北京公交集团背景为公司在车辆服务领域和移动传媒领域的业务开展提供保障, 公司有望随着新能源汽车继续推广而获益, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5 风险提示

北京地区新能源大巴车推广力度不及预期的风险, 充电桩建设速度过缓的风险。

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	3010.60	3179.12	3772.30	4238.10	净利润	164.92	180.63	248.49	303.60
营业成本	2235.58	2408.99	2793.91	3148.43	折旧与摊销	136.77	137.11	147.40	158.47
营业税金及附加	44.10	42.92	52.81	59.33	财务费用	19.89	43.91	46.35	47.43
销售费用	215.42	222.54	264.06	275.48	资产减值损失	2.86	2.50	2.50	2.60
管理费用	242.65	222.54	282.92	296.67	经营营运资本变动	-444.67	-45.39	-76.73	-60.51
财务费用	19.89	43.91	46.35	47.43	其他	394.92	-14.76	-14.31	-14.49
资产减值损失	2.86	2.50	2.50	2.60	经营活动现金流净额	274.68	304.01	353.71	437.11
投资收益	-21.80	11.00	12.00	12.00	资本支出	20.13	-160.00	-160.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-744.57	11.00	12.00	12.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-724.45	-149.00	-148.00	-148.00
营业利润	228.30	246.72	341.74	420.16	短期借款	-4.46	-19.21	0.00	0.00
其他非经营损益	7.15	5.49	6.13	5.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	235.46	252.21	347.86	426.03	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	70.54	71.58	99.37	122.42	支付股利	-112.90	-87.48	-95.81	-131.81
净利润	164.92	180.63	248.49	303.60	其他	686.88	-181.61	-46.35	-47.43
少数股东损益	18.79	20.58	28.32	34.60	筹资活动现金流净额	569.52	-288.31	-142.17	-179.24
归属母公司股东净利润	146.13	160.05	220.18	269.01	现金流量净额	119.76	-133.29	63.54	109.86
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	1113.38	980.08	1043.62	1153.48	成长能力				
应收和预付款项	325.83	349.27	409.01	461.68	销售收入增长率	0.34%	5.60%	18.66%	12.35%
存货	259.47	281.05	325.98	367.43	营业利润增长率	-15.29%	8.07%	38.51%	22.95%
其他流动资产	517.47	546.44	648.39	728.46	净利润增长率	-17.54%	9.52%	37.57%	22.18%
长期股权投资	177.53	177.53	177.53	177.53	EBITDA 增长率	-7.42%	11.12%	25.19%	16.91%
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	481.65	536.57	585.00	626.17	毛利率	25.74%	24.22%	25.94%	25.71%
无形资产和开发支出	137.33	109.56	77.98	42.61	三费率	15.88%	15.38%	15.73%	14.62%
其他非流动资产	443.94	439.68	435.42	431.16	净利率	5.48%	5.68%	6.59%	7.16%
资产总计	3456.59	3420.17	3702.94	3988.51	ROE	8.70%	9.62%	12.24%	13.79%
短期借款	19.21	0.00	0.00	0.00	ROA	4.77%	5.28%	6.71%	7.61%
应付和预收款项	540.13	553.22	651.64	736.25	ROIC	16.51%	16.14%	19.65%	21.58%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.79%	13.45%	14.20%	14.77%
其他负债	1001.39	989.05	1020.72	1049.89	营运能力				
负债合计	1560.74	1542.27	1672.36	1786.14	总资产周转率	0.99	0.92	1.06	1.10
股本	403.20	403.20	403.20	403.20	固定资产周转率	6.15	6.47	7.18	7.50
资本公积	647.01	647.01	647.01	647.01	应收账款周转率	15.31	15.55	16.53	16.09
留存收益	598.57	671.14	795.50	932.70	存货周转率	8.46	8.85	9.16	9.04
归属母公司股东权益	1759.88	1721.34	1845.71	1982.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.03%	—	—	—
少数股东权益	135.97	156.55	184.87	219.47	资本结构				
股东权益合计	1895.85	1877.90	2030.58	2202.37	资产负债率	45.15%	45.09%	45.16%	44.78%
负债和股东权益合计	3456.59	3420.17	3702.94	3988.51	带息债务/总负债	45.67%	44.97%	41.47%	38.83%
					流动比率	2.88	2.87	2.75	2.72
					速动比率	2.54	2.50	2.38	2.35
					股利支付率	77.26%	54.66%	43.52%	49.00%
					每股指标				
					每股收益	0.36	0.40	0.55	0.67
					每股净资产	4.70	4.66	5.04	5.46
					每股经营现金	0.68	0.75	0.88	1.08
					每股股利	0.28	0.22	0.24	0.33
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	384.96	427.75	535.49	626.07					
PE	38.10	34.79	25.29	20.70					
PB	2.94	2.97	2.74	2.53					
PS	1.85	1.75	1.48	1.31					
EV/EBITDA	12.45	11.41	9.00	7.52					
股息率	2.03%	1.57%	1.72%	2.37%					

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
	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
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn