

2017年02月09日  
证券研究报告·专题报告

一汽轿车(000800)汽车

增持(首次)

当前价: 11.30元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩反转确定, 2017轻装上阵, 扬帆起航

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 2016Q3 公司新车型强势上线, 马自达 CX-4 及新款阿特兹爬坡初期已带动三季度单季业绩反转, 2017 销量持续爬坡有望带动公司业绩大幅增长。2016 年废旧生产线等各类费用计提充分, 2017 年轻装上阵, 业绩反转值得期待。国企改革代表, 国改预期逐步变强, 主题性机会值得关注。
- **2016Q3 新车型强势上线, 新车销量爬坡带动业绩大幅提升。** 2016Q3 单季公司实现营收 65.1 亿元, 同比增长 21.1%, 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 176.7%, 公司业绩大幅增长主要来自于新车型。2016Q3 公司陆续推出马自达 CX-4, 全新阿特兹等多款新车型, 2016Q3 单季马自达系列车型销售 27317 辆, 环比二季度增长 251.7%。销量增长带来了公司产品综合毛利率和净利率的明显提升, 2016Q3 单季毛利率为 24.3%, 环比 Q2 单季提高 8.6 个百分点; 2016Q3 单季净利率为 1.7%, 环比 Q2 单季提高 11.2 个百分点。
- **看好 CX-4 及阿特兹上量, 期待 X40, 2017 业绩反转确定。** 公司 2017 年的业绩弹性主要来自于马自达 CX-4 和新款阿特兹, 其中马自达 CX-4 是马自达首款中国首发的全球车型, 是马自达旗下首款轿跑 SUV 车型, 车型外形酷炫, 电子化配置性价比高, 未来销量有望破万。新款阿特兹在原阿特兹最遭诟病的内外饰方面做了大幅提升, 并且售价更低, 2017 年月销有望突破 5000 辆。自主奔腾互联 SUV X40 值得期待, X40 月销破万将大幅摊销自主产线折旧。我们认为随着 CX-4、阿特兹的销量爬坡, 及 X40 的上市, 公司 2017 年业绩反转确定。
- **废旧生产线清理完毕, 2017 年轻装上阵。** 公司发布 2016 年业绩预告, 全年亏损 9.45-9.70 亿元, 全年亏损较多主要是由于新老车型交替, 一次性计提费用额度较高。2017 年公司轻装上阵, 业绩反转值得期待。
- **国企改革预期逐步变强。** 我们认为, 一汽集团的国企改革是必然之事, 承诺未履行是多方面因素的复合影响结果, 非上市公司层面能够解决。后续一汽系国企改革的预期只会逐步增强, 其中带来的投资机会值得关注。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为-0.59、0.63、0.87 元, 17-18 年 PE 为 18、13 倍。考虑到公司 2017 年业绩反转确定, 同时国改预期持续增强, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 新车型销量或不及预期; 一汽集团国企改革或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26663.84	23834.62	33600.00	44525.00
增长率	-21.25%	-10.61%	40.97%	32.51%
归属母公司净利润(百万元)	52.95	-954.94	1026.53	1418.90
增长率	626.37%	-1903.53%	7.50%	38.22%
每股收益 EPS(元)	0.03	-0.59	0.63	0.87
净资产收益率 ROE	0.69%	-14.19%	13.13%	15.48%
PE	340	-	18	13
PB	2.06	2.35	2.03	1.73

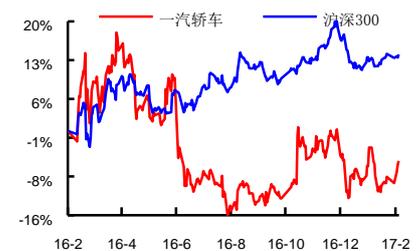
数据来源: Wind, 西南证券

### 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: gaox@swsc.com.cn

联系人: 陈怀逸  
电话: 021-68415819  
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)	16.28
流通 A 股(亿股)	14.12
52 周内股价区间(元)	10.1-14.2
总市值(亿元)	183.91
总资产(亿元)	187.51
每股净资产(元)	4.87

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 一汽集团核心整车上市平台 .....	1
2 车型周期到来，2017 业绩反转确定.....	2
2.1 2016Q3 新车上市，三季度业绩拐点隐现.....	3
2.2 2016Q3 业绩分析：合资车型销量业绩弹性可观.....	4
2.3 合资看好 CX-4 及阿特兹上量，自主期待 X40.....	5
3 国企改革预期持续存在.....	9
4 销量预测 .....	10
5 风险提示 .....	10

## 图 目 录

图 1：一汽轿车股权结构 .....	1
图 2：公司发展大事记 .....	1
图 3：公司近 10 年营业收入及营收同比增速 .....	2
图 4：公司近 10 年归母净利润及归母净利润同比增速 .....	2
图 5：一汽轿车年度销量及销量同比增速 .....	2
图 6：公司 2016H1 车型销量占比 .....	2
图 7：2015-2016 单季度销量和归母净利润情况 .....	3
图 8：2015-2016 单季度销量和综合毛利率情况 .....	3
图 9：马自达 CX-4 正面图 .....	5
图 10：马自达 CX-4 侧面图 .....	5
图 11：马自达 CX-4 上市以来销量变化 .....	6
图 12：老款阿特兹外形 .....	7
图 13：老款阿特兹内饰 .....	7
图 14：新老阿特兹内饰对比（新款在上老款在下） .....	7
图 15：新老阿特兹外饰对比（新款在上老款在下） .....	8
图 16：阿特兹上市以来销量变化 .....	8
图 17：X40 正面图 .....	9
图 18：X40 侧面图 .....	9

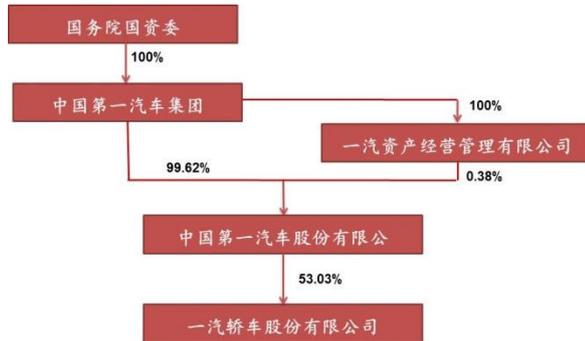
## 表 目 录

表 1：一汽轿车 2016Q3 新车型发布情况 .....	3
表 2：一汽轿车销量与收入盈利能力关系分析 .....	4
表 3：马自达 CX-4 和主要竞争对手的参数对比 .....	6
表 4：一汽轿车车型销量预测 .....	10
附表：财务预测与估值 .....	11

## 1 一汽集团核心整车上市平台

一汽轿车股份有限公司是一汽集团发展自主品牌乘用车的核心企业，是中国轿车制造业第一家股份制上市公司，由一汽集团公司主要从事红旗轿车及其配件生产的优质资产重组成立。公司控股股东是中国第一汽车股份有限公司，持股比例为 53.03%。

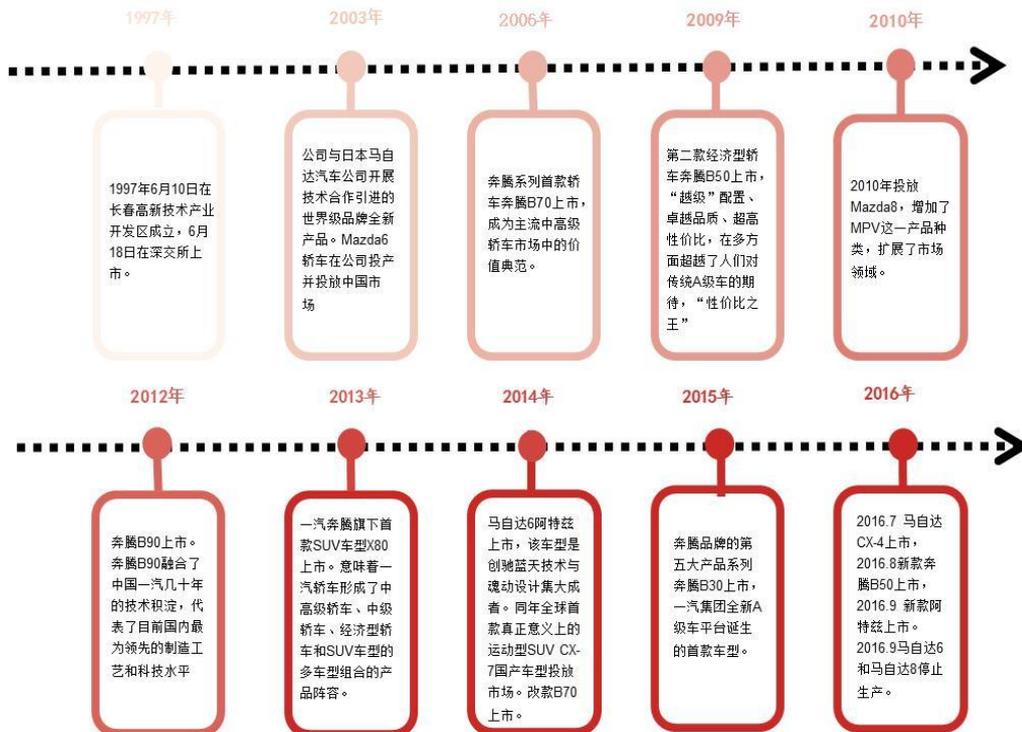
图 1：一汽轿车股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**引进外资技术，实现全面升级。**公司成立于 1997 年，起初主要通过自主研发生产红旗 98 等红旗系列轿车，同年 6 月公司在深交所上市。2003 年公司首次与日方合作引入马自达全新车型及相关发动机技术，后续公司又引入马自达 8，阿特兹及 CX-4 并通过技术升级推出了多款优秀自主品牌车型。

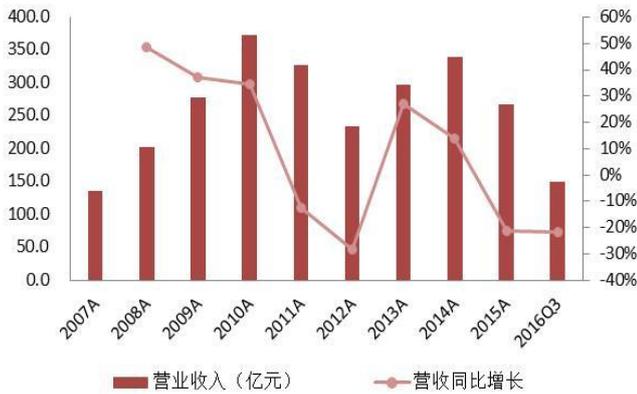
图 2：公司发展大事记



数据来源：公司官网，西南证券整理

新车上量拉动公司营收增长, 多方因素限制近两年业绩低迷。公司 2007-2015 年的营收复合增速约为 8.8%, 归母净利润复合增速约为 -25.9%。其中 2009 年, 2010 年, 2013 年受益于 B50, 马自达 8 及 X80 等新车型的上量, 公司营收增速较好。2014-2016 年公司归母净利润持续低迷甚至为负, 主要原因首先是公司产品更新换代相对较慢, 没有跟上自主品牌 SUV 崛起的步伐。

图 3: 公司近 10 年营业收入及营收同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司近 10 年归母净利润及归母净利润同比增速

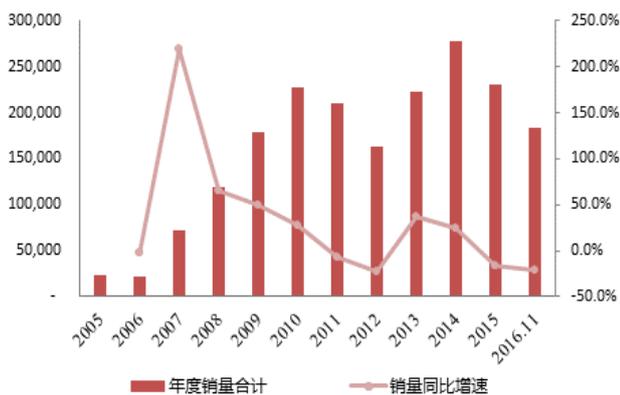


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 车型周期到来, 2017 业绩反转确定

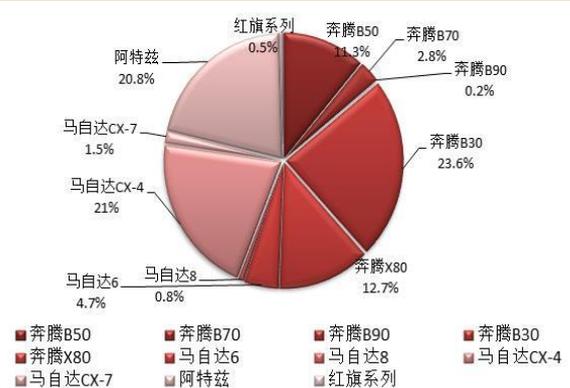
公司的主营业务为轿车整车、发动机、变速器等汽车配件的开发, 制造和销售, 至 2015 年年底, 公司已具备轿车整车 43 万辆, 发动机 39 万台, 变速器 0.5 万台的年产能。公司旗下现主要有一汽奔腾、Mazda 两大乘用车产品系列, 2016 年一汽轿车累计销量 19.3 万辆, 同比下滑 18.2%, 其中一汽奔腾销量 10.5 万辆, 占比 54.6%, 马自达系列销量 8.6 万辆, 占比 44.6%。

图 5: 一汽轿车年度销量及销量同比增速



数据来源: Autoinfo, 西南证券整理

图 6: 公司 2016H1 车型销量占比

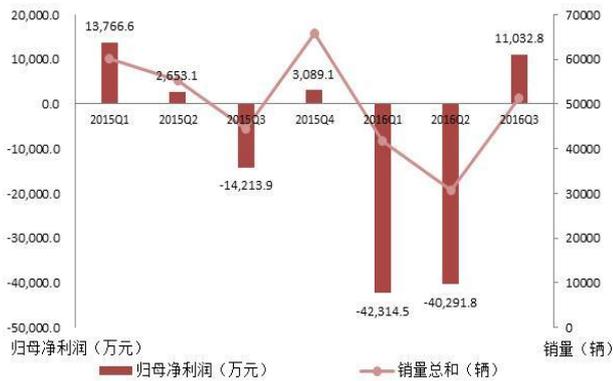


数据来源: Autoinfo, 西南证券整理

## 2.1 2016Q3 新车上市，三季度业绩拐点隐现

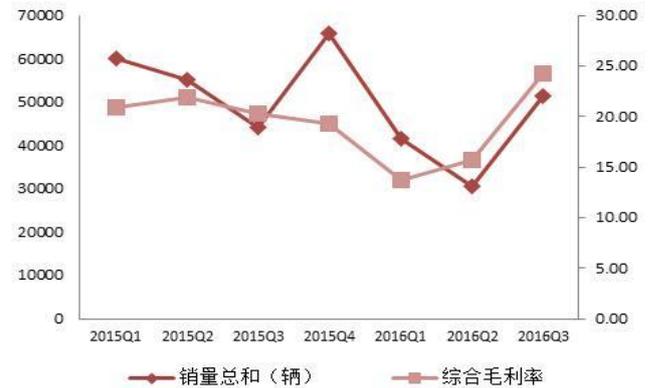
上半年大幅亏损，三季度业绩转正。2016年上半年公司实现营业收入84.9亿元，同比下滑38.3%，实现归母净利润-8.3亿元，同比下滑613.6%，由于车型销量大幅下滑，公司上半年产品综合毛利仅14.7%，同比下滑7.0个百分点。2016年三季度单季，公司实现营业收入65.1亿元，同比增长21.1%，实现归母净利润1.1亿元，同比增长176.7%，公司三季度产品综合毛利率为24.3%，同比上升4个百分点

图7：2015-2016单季度销量和归母净利润情况



数据来源：Autoinfo，西南证券整理

图8：2015-2016单季度销量和综合毛利率情况



数据来源：Autoinfo，西南证券整理

**2016Q3 合资自主齐上新车型。**2016年6月开始，公司陆续推出了马自达CX-4，换代奔腾B50，新款阿特兹和改款奔腾X80，新产品的不断推出推动公司三季度整体销量显著增长，三季度单季实现自主奔腾销量2.4万辆，环比增长4.8%，马自达系列2.7万辆，环比增长251.7%。三季度单季车型整体毛利率24.3%，环比提高8.5个百分点。

表1：一汽轿车2016Q3新车型发布情况

车型名称	车辆类型	售价 (万元)	上市时间	图片
马自达CX-4	紧凑型SUV	14.07-21.58	2016.6	
全新奔腾B50	A+级轿车	8.18-11.78	2016.7	

车型名称	车辆类型	售价 (万元)	上市时间	图片
改款阿特兹	B 级轿车	17.58-23.8	2016.8	
改款奔腾 X80	紧凑型 SUV	8.48-15.98	2016.9	

数据来源：公司官网，西南证券整理

## 2.2 2016Q3 业绩分析：合资车型销量业绩弹性可观

对比 Q2、Q3 业绩，我们认为合资车型销量业绩弹性非常可观。2016Q2 公司自主奔腾系列销量为 2.3 万辆，马自达系列销量 0.78 万辆。2016Q3 公司自主奔腾系列销量为 2.3 万辆，马自达系列销量 2.73 万辆。二季度和第三季度的主要销量区别在于马自达系列的 2 万辆。而二季度母公司净利润为-4.8 亿元，三季度母公司净利润为 0.3 亿，三季度相对二季度母公司净利润提升 5.1 亿元，平均单车利润增量为 2.5 万元/辆，业绩弹性巨大。

自主 Q3 大概率仍亏损，马自达 Q3 盈利，费用率改善弹性巨大。三季度相对二季度的平均单车盈利弹性达到 2.5 万元/辆，我们认为很大程度是由于公司业务之前亏损，毛利率及费用率弹性较大。Q2 销量 3.1 万辆，对应收入 42.2 亿元，毛利率 15.7%，三费率 24.6%；Q3 销量 5.1 万辆，对应收入 65.1 亿元，毛利率 24.3%（环比提升 8.6 个百分点），三费率 17.1%（环比下降 7.5 个百分点）。

表 2：一汽轿车销量与收入盈利能力关系分析

		2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
自主	奔腾	23535	19602	18906	19953	10412	4994	4247
	奔腾 X80	18290	13797	8451	14593	4790	3764	5010
	奔腾 B30			14	10756	13292	12921	5124
	奔腾 D015						1274	9681
	合计	41825	33399	27371	45302	28494	22953	24062
合资	马自达 6	9385	10150	4410	5196	4204	2041	390
	马自达 8	495	489	378	353	189	257	292
	马自达 CX-7	300	258	1716	2317	1565	859	82

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
阿特兹	8126	10858	10459	12698	7250	4611	11432
马自达 CX-4							15121
<b>合计</b>	<b>18306</b>	<b>21755</b>	<b>16963</b>	<b>20564</b>	<b>13208</b>	<b>7768</b>	<b>27317</b>
营业收入（万元）	718936	657460	537657	752330	427004	422046	651019
毛利率	20.89	21.97	20.25	19.35	13.78	15.71	24.25
销售费用率（%）	8.6	9.2	12.3	8.3	11.7	14.6	10.5
管理费用率（%）	5.0	6.6	6.4	5.6	8.1	9.4	6.2
财务费用率（%）	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.4
营业税金比例（%）	5.2	5.2	5.1	5.5	5.8	5.4	5.8
归母净利润（万元）	13767	16420	2206	5295	-42315	-40292	11033
投资收益（万元）	4408.5	4678.4	4754.9	7429.8	6566.1	8133.3	8340.5
<b>本部净利润（万元）</b>	<b>9358.1</b>	<b>11741.2</b>	<b>-2549.2</b>	<b>-2135.0</b>	<b>-48880.6</b>	<b>-48425.1</b>	<b>2692.3</b>

数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.3 合资看好 CX-4 及阿特兹上量，自主期待 X40

### 2.3.1 马自达 CX-4—最美轿跑 SUV，开拓 SUV 全新细分市场

**马自达首款中国首发的全球车型。**马自达 CX-4 是由“越 KOERU”概念车推出的量产版车型，定位为紧凑级轿跑 SUV，落户一汽马自达投产。2016 年 4 月北京车展 CX-4 首次正式亮相，2016 年 6 月正式上市，这是马自达第一次在中国首发一款全球车型。

**最美轿跑 SUV，开拓 SUV 全新细分市场。**CX-4 采用了马自达最新“魂动”设计元素，相比昂科塞拉、阿特兹和 CX-5，新“魂动”更具动感和冲击力，整体车身呈现冲击姿态，是马自达旗下首款轿跑 SUV 车型，与 CX-5 同平台。动力总成方面采用了创驰蓝天 2.5L 发动机+6AT 变速箱，适时四驱系统，售价区间在 14.08 万-21.58 万元之间，在紧凑级轿跑 SUV 中并没有直接竞争对手。

图 9：马自达 CX-4 正面图



数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 10：马自达 CX-4 侧面图



数据来源：汽车之家，西南证券整理

**表 3：马自达 CX-4 和主要竞争对手的参数对比**

	马自达 CX-4	马自达 CX-5	丰田 RAV4	福特翼虎
造型				
指导价 (万元)	14.08-21.58	14.98-22.58	17.48-26.48	16.78-24.98
动力总成	2.0L/2.5L+6MT/6AT	2.0L/2.5L+6MT/6AT	2.0L/2.5L+6AT/8CVT	1.5T/2.0T+6AT
车身大小(mm)	4633*1840*1535	4555*1840*1710	4600*1845*1690	4524*1838*1701
轴距 (mm)	2700	2700	2660	2690
油耗(L)	6.4 (2.0L, 6AT)	6.6 (2.0L, 6AT)	6.4 (2.0L, 8CVT)	8.2 (2.0T, 6AT)

数据来源：爱卡汽车，西南证券整理

**电子化配置性价比高。**相对同级产品来说，CX-4 全系标配的 LED “流星眼” 前大灯、EPB 电子驻车制动系统、AUTOHOLD 自动驻车保持功能等多项配置，产品科技感大幅增强。而 ADD 平视显示系统、马自达悦联系统，以及 SCBS 低速刹车辅助系统、BSM 盲点监测系统、RCTA 倒车预警系统等马自达最尖端科技的广泛应用，也印证了 CX-4 电子化配置的高性价比。

**上市 2 个月订单超 2w，17 年销量有望爬坡至 1w 辆/月。**作为一汽马自达的全新战略车型，CX-4 全新的产品体验将成为未来国内 SUV 差异化潮流的风向标。在推广的初步阶段（上市-8 月底），公司推出了“50%首付、12 期免息”的金融政策，并且购买 CX-4 还将享受服务尊享政策，享有 5 年免费的全合成机油特权。CX-4 上市后，11 月份销量迅速爬坡至 6700 台（12 月份由于车厂库存调整批发端销量有所下滑），我们认为 2017 年随着 CX-4 轿跑 SUV 市场认可度逐步提高，其销量有望爬坡至 1W 台/月。

**图 11：马自达 CX-4 上市以来销量变化**


数据来源：Autinfo，西南证券整理

### 2.3.2 改款阿特兹全面升级，拉动销量持续回升

**老款阿特兹：外观惊艳，操控出色，但是内饰过于老派。**老款阿特兹于2014年5月6日正式上市，以魂动设计为核心理念的全新一代马自达6 ATENZA，在国产车型中完全保留了进口版本的原汁原味，很多人认为它是迄今为止最为漂亮且最具动态美学的一代B型轿车。汽车操控性的主要取决于转向及底盘调教，老马6在底盘调教上属于纯运动派，悬架被调的很硬，路感很强。阿特兹车型在底盘调教方面下了大工夫，悬架前期较软，可以吸收路面颠簸，悬架后期则韧性十足，在面对激烈驾驶时可以表现的非常从容，这种分段式悬架综将舒适性和操控性融合的非常好。老阿特兹的内饰确实值得诟病，老派的内饰落后于当时同价位车型。

最终老款阿特兹未能延续马自达6的销量神话，销量始终不及预期（在3000左右浮动）。

图 12：老款阿特兹外形



数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 13：老款阿特兹内饰



数据来源：汽车之家，西南证券整理

**新款阿特兹：2016.10 新款阿特兹上市，内外饰全面升级，价格更优惠。**

**内饰方面**，全新阿特兹从各方面营造了具备极强品质感与豪华感的内饰氛围：1) 黑白双色设计，大量皮质包裹，豪华感提升；2) 悬浮式中央显示屏配置，运动感科技感增强；3) 方向盘银色装饰条增加，ACC 功能集成至方向盘上。

图 14：新老阿特兹内饰对比（新款在上老款在下）



数据来源：腾讯汽车，西南证券整理

外饰方面，新款阿特兹全系标配了“天蝎眼”标配 LED 前/后大灯、LED 雾灯和 LED 日间行车灯，同时中网的镀铬装饰条相比之前更加密集与饱满，增加了可变进气格栅系统。另外，新款阿特兹采用了双层隔音玻璃，静音效果远胜之前。

图 15：新老阿特兹外饰对比（新款在上老款在下）

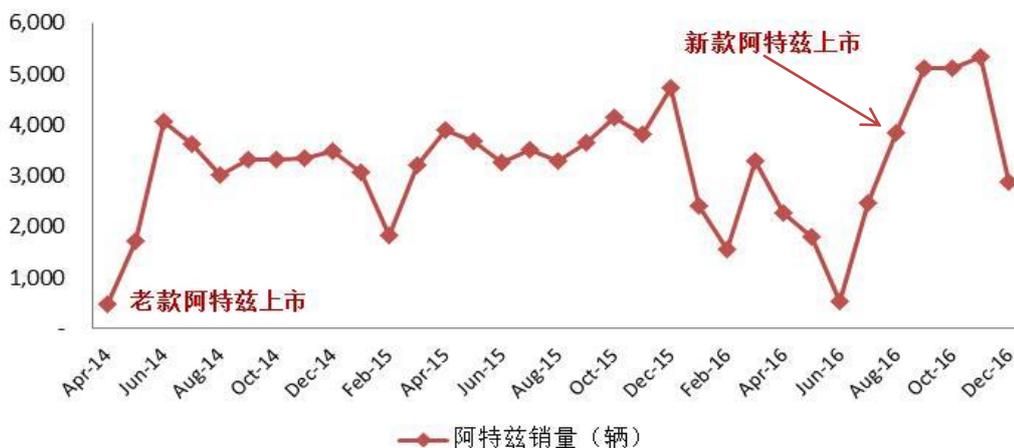


数据来源：腾讯汽车，西南证券整理

配置提升，价格优惠更具竞争力。全新阿特兹产品价值实现了大幅提升，价格却比前款车型还有所降低，其入门级车型 2.0 时尚型和顶配车型 2.5 至尊型分别较前款车型降低 4000 元，2.0 尊贵型降价幅度则达到了 7000 元。并且在推广初期公司提供了优质的金融服务，头两个月消费者购买全新阿特兹可享受 50% 首付、12 期免息金融政策，同时还将享有 5 年免费的全合成机油特权。针对置换客户，还将提供最高 6000 元的置换补贴。

2017 年销量预期 5000 台/月。从 8 月 10 日新款阿特兹上市以来，阿特兹销量迅速爬坡至 5000 辆，11 月销量已爬升至 5348 辆（12 月销量下滑受主机厂库存调整所致），我们认为新款阿特兹目前的车型性价比提升尚未被消费者充分认识，2017 年全年阿特兹销量均值有望维持在 5000 辆/月。

图 16：阿特兹上市以来销量变化



数据来源：Autoinfo，西南证券整理

### 2.3.3 自主期待一汽互联 SUV X40

**定位智能互联 A0 级 SUV。**2016 年 11 月份的广州车展，奔腾 X40 首次以量产车身份正式在专业媒体和消费者面前亮相。奔腾 X40 基于一汽集团全新的 A 级车平台生产，是 A0 级 SUV 细分市场中第一款智能互联 SUV，搭载先进的车联网 D-Life 系统，相当于随车携带的智能终端，可灵活定制各类在线应用，如导航、音乐、电台、新闻、天气、社交等。

**电子化配置丰富。**电子化配备方面，奔腾 X40 搭载了 1) Bosch 最新第 9 代 ESP 系统提高了多种工况下的车辆安全性；2) 360° 全景影像系统；3) 双横臂独立前悬挂和 E 型多连杆独立后悬挂，电动助力转向系统；4) 手机互联系统、语音控制功能。

我们认为凭借 X40 首款 A0 级智能互联的创新定位及高性价比电子化互联化配置，新款 SUV 上市后有望热销，参考同级别车型江淮 S3 销量，未来 X40 上市后销量有望达到 1w 辆/月。

图 17: X40 正面图



数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 18: X40 侧面图



数据来源：汽车之家，西南证券整理

## 3 国企改革预期持续存在

2011 年 6 月，中国第一汽车集团公司(以下简称一汽集团)实施主业重组改制，成立了中国第一汽车股份有限公司。为解决同业竞争，一汽股份承诺：

- 1) 在符合中国证券市场政策法规及环境要求的前提下，一汽股份公司将力争在本次收购完成后之日后 3 年内，以合理的价格及合法的方式彻底解决一汽轿车/一汽夏利公司与一汽股份公司下属企业的同业竞争问题以及一汽轿车与一汽夏利公司之间的同业竞争问题，解决途径包括但不限于资产和业务重组、合并、资产收购、清算关闭、资产托管及中国证监会和/或上市公司股东大会批准的其他方式。
- 2) 在成立后五年内通过资产重组或其他方式整合所属的轿车整车生产业务，以解决与一汽轿车、一汽夏利的同业竞争问题。**(不可撤销承诺)**

**承诺 1) 已兑现。**2012 年 4 月 6 日，一汽股份完成了原由一汽集团持有的一汽轿车，一汽夏利的过户手续。

**承诺2) 尚未兑现。**中国第一汽车股份有限公司原计划在5年内解决其与子公司一汽轿车、一汽夏利同业竞争的问题，承诺截止日期为2016年6月28日，但是由于种种原因，一汽股份重组进展迟迟，于是，一汽股份恳请股东大会同意将不可撤销承诺期再延迟3年作为过渡期，此请求在2016年6月27日的2015年股东大会上被否决，同时《预计2016年日常关联交易金额的议案》也被否决。

**承诺未履行有多方面的复合原因。**在一汽轿车和一汽夏利6月3日发布的《公告》中，一汽股份对于请求延期原因做出了说明（以下为原文）：

“在做出上述承诺以来，一是由于宏观经济环境的变化，汽车行业增速放缓，公司在内部经营也承受着压力。二是自2015年以来，证券市场发生大的波动，难以把握资本运作的窗口期。三是公司内部管理层在2015年也出现重大变化。虽然到目前为止，尚未履行上述承诺，但是一汽股份公司解决同业竞争的初衷并未改变。因此，在这种情况下，恳请股东大会同意将承诺期再延迟三年作为过渡期。”

我们认为，一汽集团的国企改革是必然之事，承诺未履行是多方面因素的复合影响结果，非上市公司层面能够解决。后续一汽系国企改革的预期只会逐步增强，其中带来的投资机会值得关注。

## 4 销量预测

关键假设：奔腾 X40 于 2016 年 3 月上市。

表 4：一汽轿车车型销量预测

	2016A	2017E	2018E
<b>一汽自主</b>	<b>105437</b>	<b>178000</b>	<b>264000</b>
奔腾（B50+B70+B90）	23333	25000	25000
奔腾 X80	22039	23000	24000
奔腾 B30	39617	40000	40000
新奔腾 B50	20448	40000	45000
奔腾 X40		50000	130000
<b>马自达系列</b>	<b>83782</b>	<b>140000</b>	<b>165000</b>
马自达 6	8038		
马自达 8	1319		
马自达 CX-7	2408		
马自达 CX-4	37780	80000	100000
阿特兹	36645	60000	65000

数据来源：autoinfo，西南证券

## 5 风险提示

马自达 CX-4、阿特兹销量或不及预期；一汽集团国企改革或不及预期。

**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	26663.84	23834.62	33600.00	44525.00	净利润	60.57	-1085.15	1166.51	1612.39
营业成本	21172.76	18801.89	25462.75	33696.50	折旧与摊销	1103.24	1310.42	1342.53	1360.61
营业税金及附加	1409.25	1231.40	1749.23	2312.11	财务费用	129.77	80.36	59.59	-10.40
销售费用	2512.44	3098.50	3024.00	4007.25	资产减值损失	15.03	15.00	15.00	15.00
管理费用	1561.59	2025.94	2016.00	2671.50	经营营运资本变动	-575.65	-363.23	-539.52	-825.06
财务费用	129.77	80.36	59.59	-10.40	其他	106.60	-281.36	-290.92	-321.82
资产减值损失	15.03	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>839.57</b>	<b>-323.97</b>	<b>1753.20</b>	<b>1830.73</b>
投资收益	212.72	250.00	275.00	310.00	资本支出	383.61	-221.00	-132.16	-90.31
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1223.37	256.09	273.02	308.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-839.76</b>	<b>35.09</b>	<b>140.86</b>	<b>218.63</b>
<b>营业利润</b>	<b>75.73</b>	<b>-1168.47</b>	<b>1548.43</b>	<b>2143.04</b>	短期借款	0.00	2132.06	-928.22	-888.84
其他非经营损益	9.96	-278.40	6.92	6.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>85.69</b>	<b>-1446.87</b>	<b>1555.35</b>	<b>2149.85</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	25.12	-361.72	388.84	537.46	支付股利	-16.28	-3.42	70.29	-78.41
净利润	60.57	-1085.15	1166.51	1612.39	其他	-94.50	-88.49	-59.59	10.40
少数股东损益	7.62	-130.22	139.98	193.49	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-110.78</b>	<b>2040.15</b>	<b>-917.52</b>	<b>-956.86</b>
归属母公司股东净利润	52.95	-954.94	1026.53	1418.90	<b>现金流量净额</b>	<b>-112.00</b>	<b>1751.27</b>	<b>976.54</b>	<b>1092.50</b>
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	632.19	2383.46	3360.00	4452.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4914.90	4691.28	6409.45	8528.08	销售收入增长率	-21.25%	-10.61%	40.97%	32.51%
存货	3305.86	2940.99	3999.56	5300.78	营业利润增长率	8.88%	-1642.9%	32.52%	38.40%
其他流动资产	2.02	1.72	2.47	3.25	净利润增长率	-49.04%	-1891.5%	7.50%	38.22%
长期股权投资	1698.82	1698.82	1698.82	1698.82	EBITDA 增长率	2.89%	-83.01%	1227.28%	18.39%
投资性房地产	37.10	31.01	32.99	34.05	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5932.14	5032.26	4011.42	2930.64	毛利率	20.59%	21.12%	24.22%	24.32%
无形资产和开发支出	1232.62	1046.17	859.72	673.27	三费率	15.77%	21.84%	15.18%	14.98%
其他非流动资产	282.79	279.71	276.64	273.56	净利率	0.23%	-4.55%	3.47%	3.62%
<b>资产总计</b>	<b>18038.46</b>	<b>18105.43</b>	<b>20651.07</b>	<b>23894.96</b>	ROE	0.69%	-14.19%	13.13%	15.48%
短期借款	2000.00	4132.06	3203.84	2315.00	ROA	0.34%	-5.99%	5.65%	6.75%
应付和预收款项	5940.83	5046.34	6949.25	9203.32	ROIC	1.29%	-7.93%	12.11%	15.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.91%	0.93%	8.78%	7.85%
其他负债	1352.46	1278.58	1612.72	1957.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9293.29</b>	<b>10456.97</b>	<b>11765.80</b>	<b>13475.72</b>	总资产周转率	1.37	1.32	1.73	2.00
股本	1627.50	1627.50	1627.50	1627.50	固定资产周转率	4.67	4.64	7.74	13.22
资本公积	2488.90	2488.90	2488.90	2488.90	应收账款周转率	894.64	880.21	1003.76	1023.30
留存收益	4587.42	3629.07	4725.89	6066.38	存货周转率	5.60	5.93	7.26	7.19
归属母公司股东权益	8711.96	7745.47	8842.29	10182.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.76%	—	—	—
少数股东权益	33.21	-97.01	42.97	236.46	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8745.17</b>	<b>7648.46</b>	<b>8885.26</b>	<b>10419.24</b>	资产负债率	51.52%	57.76%	56.97%	56.40%
负债和股东权益合计	18038.46	18105.43	20651.07	23894.96	带息债务/总负债	21.52%	39.51%	27.23%	17.18%
					流动比率	1.00	1.00	1.22	1.40
					速动比率	0.63	0.71	0.86	1.00
					股利支付率	30.74%	-0.36%	-6.85%	5.53%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.03	-0.59	0.63	0.87
					每股净资产	5.37	4.70	5.46	6.40
					每股经营现金	0.52	-0.20	1.08	1.12
					每股股利	0.01	0.00	-0.04	0.05
业绩和估值指标									
EBITDA	1308.74	222.30	2950.55	3493.25					
PE	339.96	-18.85	17.53	12.69					
PB	2.06	2.35	2.03	1.73					
PS	0.68	0.76	0.54	0.40					
EV/EBITDA	14.52	87.29	5.93	4.44					
股息率	0.09%	0.02%	—	0.44%					

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