

玲珑轮胎 (601966.SH)

成本改善叠加需求释放, 2023年净利润同比高增

买入

核心观点

2023年四季度归母净利润预告中值5.2亿元, 环比增长30%。玲珑轮胎发布业绩预告, 预计2023年归母净利润13.5-16.1亿元, 同比增长362%-451%, 扣非净利润12.9-14.9亿元, 同比增长621%-732%; 单季度来看, 玲珑23Q4预计归母净利润3.9-6.5亿元(22Q4为0.75亿元, 23Q3为4.0亿元), 中值为5.2亿元, 同比+593%, 环比+30.3%, 扣非净利润4.0-6.0亿元(22Q4为0.71亿元, 23Q3为3.92亿元), 中值为5.0亿元, 同比+604%, 环比+27.6%。整体来看, 受益于国内及海外市场需求提升, 叠加原材料价格和海运费回落, 同时公司持续推进降本增效, 并在配套市场持续开展结构调整, 盈利能力实现显著提升, 公司优质业绩得以释放。

成本修复+需求复苏驱动业绩释放, 2024年核心看点在于业务调整及新产能释放。回顾2023, 1)需求端2023年汽车产销3016.1万辆和3009.4万辆, 同比+11.6%和+12%, 同时海外市场需求持续; 2)海运费与原材料维持相对低位; 3)玲珑2023年销量同比+26.1%, 其中毛利较高的乘用车胎同比+28.3%, 促进业绩释放; **展望2024, 核心看点在于产能释放+业务结构调整:** 1) **产能释放:** 欧洲工厂预计24年H1开满全钢项目一、二期, 半钢先做到一期400万条, 年底达到600万条产能, 2025年达到设计产能, 同时国内长春工厂稳步推进; 2) **业务结构调整:** 配套市场持续围绕开展三个中高端结构(产品+车型+品牌)调整, 并朝海外配套持续发力。美国对泰国半钢反倾销预计在24Q1终裁, 玲珑有望收到直接退税且税率有望降低, 提升公司出口竞争力。

长期来看, 配套为内核, 产能及零售齐发力布局带来公司业绩长期成长性。

1) **产能端:** 看好欧洲工厂放量+泰国工厂修复整体利润(23H1泰国工厂净利润3.8亿元), 国内看长春、湖北、安徽等地产能推进, 长期看好公司“7+5”全球化战略; 2) **配套端:** 看好高端产品、车型、品牌渗透及新能源配套推进(新能源轮胎配套份额23%); 3) **零售端:** 创建玲珑养车驿站+阿特拉斯卡友之家养车品牌, 新零售3.0开启保障增长; 4) **产品端:** 材料+工艺+产品创新方面走在行业前列; 我们看好玲珑轮胎在产能、配套、零售、技术端的布局转换为全球份额的持续提升。

风险提示: 行业复苏不及预期, 海外需求下滑, 原材料涨价, 扩产不及预期。

投资建议: 有拐点+有空间的国内半钢龙头, 维持“买入”评级。看好公司产能+配套+零售积累, 小幅上调盈利预测, 预计23/24/25年归母净利润14.4/23.1/28.0亿元(原13.4/23.1/28.0亿元), EPS为0.98/1.56/1.90(原0.91/1.56/1.90元), 对应PE为21/13/11x, 维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师: 唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人: 孙树林

0755-81982598

sunshulin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.41元
总市值/流通市值	30075/30075百万元
52周最高价/最低价	24.70/17.50元
近3个月日均成交额	175.44百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《玲珑轮胎(601966.SH)-轮胎产品量价齐增, 单三季度净利润同比增长278%》——2023-10-30
- 《玲珑轮胎(601966.SH)-单二季度净利润同比增长71%, 下半年有望延续增势》——2023-09-01
- 《玲珑轮胎(601966.SH)-二季度净利润同比增长51%-90%, 下半年有望量利双增》——2023-07-12
- 《玲珑轮胎(601966.SH)-一季度净利润同比扭亏为盈, 2023年有望量利双增》——2023-05-03
- 《玲珑轮胎(601966.SH)-成本下降叠加产品结构调整, 业绩同比扭亏为盈》——2023-04-11

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,579	17,006	21,782	25,861	30,431
(+/-%)	1.1%	-8.5%	28.1%	18.7%	17.7%
净利润(百万元)	789	292	1440	2305	2802
(+/-%)	-64.5%	-63.0%	393.7%	60.1%	21.5%
每股收益(元)	0.57	0.20	0.98	1.56	1.90
EBIT Margin	5.4%	2.3%	7.2%	9.6%	11.5%
净资产收益率(ROE)	4.8%	1.5%	7.5%	12.0%	14.6%
市盈率(PE)	36.0	104.9	21.2	13.3	10.9
EV/EBITDA	21.1	29.8	16.4	12.1	10.5
市净率(PB)	1.73	1.59	1.59	1.59	1.59

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩概述: 受益于国内经济活动持续恢复以及海外市场需求提升, 叠加原材料价格和海运费回落, 2023 年玲珑轮胎归母净利润 13.5-16.1 亿元, 同比+362%-451%; 扣非净利润 12.9-14.9 亿元, 同比+621%-732%。单季度来看, 玲珑 23Q4 预计归母净利润 3.9-6.5 亿元 (22Q4 为 0.75 亿元, 23Q3 为 4.0 亿元), 中值为 5.2 亿元, 同比+593%, 环比+30.3%, 扣非 4.0-6.0 亿元 (22Q4 为 0.71 亿元, 23Q3 为 3.92 亿元), 中值 5.0 亿元, 同比+604%, 环比+27.6%。

近期重点事项:

美国对泰国反倾销关税落地在即, 玲珑有望收益。 1) **美国对泰国半钢反倾销:** 预计 24Q1 终裁, 公司有望收到直接退税; 另外, 以目前初裁的税率来看, 玲珑由过去执行最高税率 21.09% 降至平均税率 4.52%, 利于提升玲珑出口竞争力; 2) **美国对泰国全钢反倾销:** 2023 年 10 月美国对泰国卡客车轮胎反倾销已经正式立案。本次反倾销的调查期预计为 2022 年 10 月 1 日到 2023 年 9 月 30 日, 初裁预计会在 24 年 5 月左右。玲珑海外有双基地优势, 塞尔维亚全钢项目已经投产, 目前正在快速产能爬坡, 玲珑可以调整发货流向, 将美国市场的全钢订单转到塞尔维亚生产, 有效应对美国贸易壁垒。

海外工厂落地在即。 较多客户对塞尔维亚供货较为急迫, 玲珑预计在 24H1 开全钢项目一、二期, 半钢项目先做到一期 400 万条, 争取 24 年年底半钢项目达到 600 万条, 2025 年达到设计产能, 同时特胎项目 25 年一期投产。

图1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润及增速



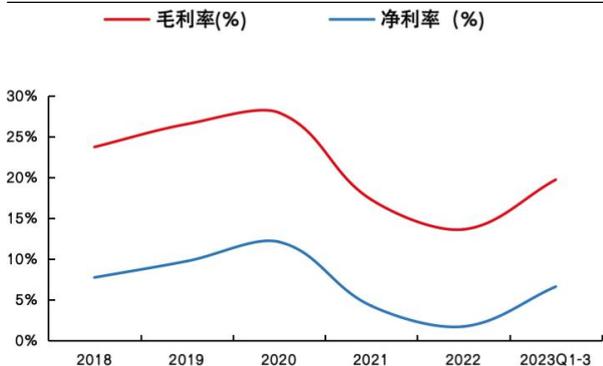
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图4: 公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

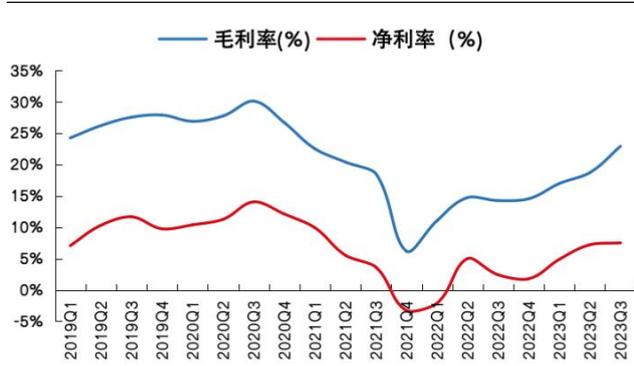
图5：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

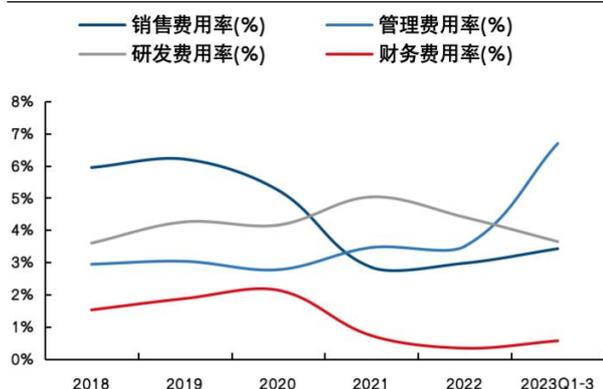
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



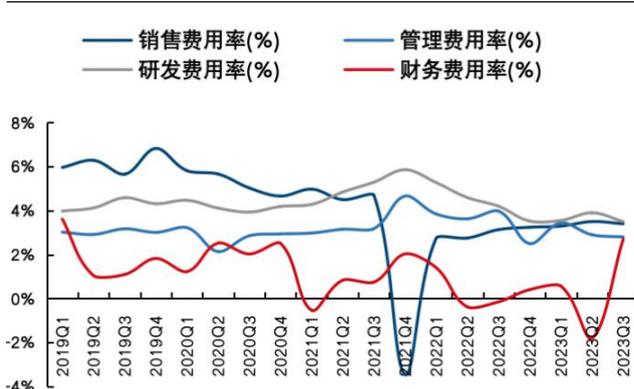
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司年度四费率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司季度四费率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司核心逻辑：玲珑轮胎作为国产半钢胎龙头，我们认为短期看成本压力缓解+国内需求复苏+欧洲工厂带来的盈利弹性+泰国工厂稳定增利；中长期看公司“7+5”战略推进，配套对替代的拉动效应持续兑现，玲珑作为国产轮胎龙头，品牌力+产品力持续上行，全球市占率抬升：

产能：欧洲工厂带来盈利弹性+全球“7+5”战略推进

短期：塞尔维亚工厂落地在即，有望修复公司盈利能力。塞尔维亚工厂规划产能1360万条/年（全钢160万条+半钢1200万条），2022年6月完成硫化机安装调试且首模轮胎下线，同时选定新的合作伙伴（中交）加快项目后续建设，计划在明年上半年开满全钢项目一、二期，半钢项目会先做到一期400万条，争取在明年年底半钢项目达到600万条，2025年达到设计产能。特胎项目25年一期投产。我们认为伴随塞尔维亚工厂产能的释放具深刻意义，有望复刻泰国工厂佳绩：1)**量**：有利于提升海外市场份额；2)**利**：欧洲工厂就近供货欧洲区域客户（较多主机厂总部落于欧洲，利于缓解运费波动带来的成本压力，另外从欧洲工厂可以向美国供货，有效规避关税，提升利润率；3)**品牌力**：塞尔维亚工厂是国内轮胎企

业在欧洲落地的第一座工厂，利于提高玲珑品牌在欧洲的知名度，另外欧洲产地的轮胎在销售至很多客户时有望享受一定溢价。

图9: 玲珑轮胎产能（万条）



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 玲珑轮胎与中交就塞尔维亚项目展开深化合作



资料来源: 公司官网微信公众号, 国信证券经济研究所整理

表1: 玲珑轮胎全钢与半钢产能数据（万条）

主要厂区或项目	设计产能	达产产能	产能利用率	在建产能预计完成时间
招远乘用及轻卡胎	3000	3000	92	
招远卡客车胎	585	585	56	
招远非公路胎	25	25	65	
德州乘用及轻卡胎	1000	700	85	
德州卡客车胎	320	220	76	扩建 120 万套/年产能完工时间为 2023 年
泰国乘用及轻卡胎	1500	1500	61	
泰国卡客车胎	220	220	89	
广西非公路胎	6	6	103	
广西乘用及轻卡胎	1000	1000	93	
广西卡客车胎	200	200	31	
湖北乘用及轻卡胎	1200	700	71	三期半钢产能完工时间为 2023 年
湖北卡客车胎	240	180	31	
吉林乘用及轻卡胎	1200			一期半钢产能完工时间为 2023 年
吉林卡客车胎	200	100	21	
塞尔维亚乘用及轻卡胎	1200			2023 年试生产
塞尔维亚卡客车胎	160			2023 年批量投产
合计	12056	8436	78	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

长期：看好公司持续推进实行“7+5”战略布局。国内：拥有招远、德州、柳州、荆门、长春 5 个生产基地，陕西和安徽工厂正进行规划；2022 年公司长春工厂产能爬坡；湖北荆门生产基地三期逐步达产，22 年底可新增 300 万套半钢产能；德州基地利用设备填充补齐，将新增 300 万套半钢产能。公司新增产能超 1500 万条，整体产能突破 1 亿条；2022 年底公司拟于安徽建设年产 1400 万套高性能子午线轮胎项目（1200 万套高性能乘用及轻卡子午线轮胎和 200 万套高性能卡客车子午线轮胎）的规模。**海外：**泰国、欧洲（22 年 6 月完成硫化机安装调试且首模轮胎下线）建设生产基地，并在全球范围内继续考察建厂。截至 21 年底合计产能 8206 万条（全钢 6800+半钢 1400 万条，至 2030 年产能有望达 1.6 亿条）；通过 7+5 战略布局，形成与主机厂配套最佳服务半径，全面赋能零售服务体系，提升交付效率，推进研发、管理、服务全球化、区域化、本土化发展。并通过大数据、区

件带有较强的品牌属性以及用户黏度。替换市场中每辆家用乘用车平均 4-5 年需更换，商用车以及非公路车的替换系数更高。根据米其林整理的全球各大地区的轮胎协会发布的数据显示，2021 年度全球配套与替换市场比例为 1:3-4，玲珑目前该比例为 1:1（国内，截至 2021 年年报）。随公司技术实力（研发投入占比行业领先）带来产品力的提升，叠加公司短期“承压”式开拓配套客户，**玲珑轮胎通过配套拉动效应以及高性价比优势在替换市场仍具较大上升空间。**

图14: 玲珑轮胎配套轮胎销量（万条）



资料来源：轮胎商业，国信证券经济研究所整理

图15: 玲珑轮胎配套客户



资料来源：轮胎商业，国信证券经济研究所整理

零售：新零售战略持续升级，启动玲珑新零售 3.0

新零售助力公司国内零售板块持续提升。22 年 9 月新零售 3.0 系统上线，推动厂家与渠道构建起赋能的新型合作伙伴关系，并建立起全渠道运营体系，将凸显公域私域结合+线上线下融合+前端中台一体+内外系统集成等四大核心价值；22 年 10 月 26 日，全国首批玲珑养车驿站 3.0 店铺在烟台开业，至此烟台市内玲珑养车驿站店铺近 40 家，新零售合作店铺 240 多家，玲珑养车驿站已成为烟台区域店铺数量最多、分布最广的汽车后连锁品牌，成为烟台区域内最大的汽车后服务品牌；截至 23 年初，公司在全球拥有 10 万多个营销网点，在中国建设数万家门店。

图16: 玲珑轮胎养车驿站内景



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

图17: 玲珑轮胎养车驿站外景



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

研发：重视研发提升产品性能质量，奠定品牌向上基础

玲珑重视研发，以国家认定企业技术中心、国家级工业设计中心为依托，在北京、

上海、济南、烟台、美国、德国成立研究分院，形成“三国七地”全球化开放式研发创新体系，驱动玲珑技术创新。公司已拥有低噪音、抗湿滑、超低滚阻、超高耐磨、补气保用、自修复静音绵等产品系列。最新一代产品集合多项自主研发的技术专利，低滚阻、高耐磨、超强操控性、“1+2”全生命周期过百万里程的轮胎、新能源轮胎等产品的性能和技术含量均处于世界一流水平。2022年，公司在细分用户、细分市场的基础上推出玲珑新能源轮胎 SPORT MASTER e、静音绵自修复一体化轮胎等新品，玲珑 SportMaster 在 Auto Bild 2023 年夏季轮胎测试中获得第七名的优异成绩（主要凭借干/湿地制动和胎噪），也是唯一一个中国品牌挤进前七（与第六名米其林 PS5 只是相差 0.1 米的差距），以欧洲市场为重点的 Sport Master 轮胎，其湿地抓地力比之前的 UHP 产品提高 17%，这一性能足以获得欧盟轮胎标签 A 级，助力玲珑轮胎品牌持续向上。2024 年 1 月 10 日，玲珑轮胎自主研发的首条巨型子午胎 27.00R49 在吉林玲珑成功下线，填补玲珑在巨型工程子午胎领域的空白，进一步完善了其非公路轮胎产品体系，标志玲珑轮胎在非公路轮胎的发展进入快速发展期。

图18: 玲珑轮胎静音绵自修复一体轮胎



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

图19: 玲珑 SportMaster 在项目测试中获得第七名

tire make		braking distance in m			
		Wet*	Dry*	In total	
1	Hankook Ventus S1 evo ³	95YCAB72	24.8	33.3	58.1
2	Goodyear Eagle F1 Asymmetric 6	95 YCAB 70	25.4	33.2	58.6
3	Pirelli PZero PZ4	95YCAA67	24.9	34.0	58.9
4	Yokohama Advan Sport V107	95 YDAB71	25.4	33.5	58.9
5	Continental PremiumContact 7	95 YCAB 72	25.3	33.7	59.0
6	Michelin Pilot Sport 5	95YCAB72	26.0	34.1	60.1
7	Linglong Sport Master	95YCAA69	25.8	34.4	60.2
8	Falcons Azenis FK520	95YCAB70	27.0	33.7	60.7
9	Maxxis Victra Sport 5 VS5	95YCAB72	26.7	34.1	60.8
10	Toyo Proxes Sport 2	95 YDAB71	26.9	34.1	61.0
11	Kumho Ecsta PS71	95 YDAB72	26.6	35.1	61.7
12	Sava Intensa UHP 2	95YCAB72	27.4	34.3	61.7
13	Dunlop Sport Maxx RT2	95YCB72	27.0	34.8	61.8
14	Nexen N'Fera Sport	95 YDAB71	27.2	34.6	61.8

资料来源：轮胎国际视角，国信证券经济研究所整理

品牌端持续获得认可。自成立以来，公司实行多元化品牌战略，面向全球市场进行差异化营销，主要品牌有“玲珑”、“利奥”、“ATLAS”、“EVOLUXX”、“GREEN MAX”、“CROSS WIND”，产品销往全球 173 个国家。“玲珑品牌”多年上榜世界品牌实验室发布的“中国 500 最具价值品牌”“亚洲品牌 500 强”，2022 年品牌价值 689.39 亿元，第十八次荣登榜单，连续 9 年保持每年 50 亿元以上的增长。20-22 年，连续三年入围英国品牌价值咨询公司 Brand Finance 发布的“全球最具价值轮胎品牌”榜，是唯一连续三年上榜的中国轮胎企业。轮胎行业连续四年唯一获铃轩奖，玲珑 SPORT MASTER、GRIP MASTER C/S 两款产品分别获得“量产·底盘与轮胎类”金奖、“量产·底盘与轮胎类”优秀奖两项荣誉。

图20: 玲珑入围中国制造业上升公司价值 500 强

78	阳光电源	安徽省	81.09	电力设备制造业
79	丽珠集团	广东省	81.05	医药制造业
80	海大集团	广东省	81.02	农副食品加工业
81	旗滨集团	湖南省	80.96	建筑材料
82	生益科技	广东省	80.94	计算机、通信和其他电子设备制造业
83	东方雨虹	北京	80.72	建筑材料
84	玲珑轮胎	山东省	80.69	汽车制造业
85	中际旭创	山东省	80.53	计算机、通信和其他电子设备制造业
86	亿帆医药	浙江省	80.51	医药制造业
87	海信家电	广东省	80.5	家用电器制造业
88	盈趣科技	福建省	80.36	计算机、通信和其他电子设备制造业

图21: 玲珑轮胎品牌价值（亿元）



资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

打造数智化工厂，提高产品质量。玲珑从原材料进厂到终端销售，通过统一标准、质量管理、工艺技术，形成严格的自检、互检、专检制度，确保产品匠心品质。同时，公司打造精益管理模式和智能制造工厂，运用工业互联网、大数据、边缘计算、AI 等，实现各类业务系统从研发设计、生产制造、经营管理、运维服务等环节的数字化、网络化、智能化，以高度自动化、高柔性、高精度的设备和生产流程，向市场输出更高质量的轮胎精品。单三季度轮胎销量为 1936 万条，同比+16.50%，环比+4.20%，轮胎销售收入为 52.9 万元，同比+23.3%，单胎售价为 269 元/条，第三季度公司轮胎产品的价格环比 2023 年第二季度提高 7.6%，同比 2022 年第三季度提高 4.3%。

表2: 玲珑轮胎分季度产销、价格、收入拆解

玲珑轮胎分季度价值拆解							
		产量 (万条)	销量 (万条)	收入 (万元)	均价 (元)	均价同比	销量同比
2018							
Q1	轮胎	1284	1236	348470	282	4.70%	0.10%
Q2	轮胎	1405	1325	369355	279	-4.20%	16.10%
Q3	轮胎	1350	1327	375290	283	0.60%	5.20%
Q4	轮胎	1484	1457	421588	289	2.80%	14.60%
全年		5523	5345	1514703	283		
2019							
Q1	轮胎	1445	1381	403463	292	3.70%	11.70%
Q2	轮胎	1461	1377	423167	307	10.30%	3.90%
Q3	轮胎	1574	1471	415872	283	0.00%	10.90%
Q4	轮胎	1714	1671	461761	276	-4.50%	14.70%
全年		6195	5899	1704263	289		
2020							
Q1	轮胎	1461	1220	354601	291	-0.50%	-11.70%
Q2	轮胎	1389	1490	459523	308	0.40%	8.20%
Q3	轮胎	1819	1744	493244	283	0.00%	18.60%
Q4	轮胎	1928	1879	502200	267	-3.30%	12.40%
全年		6597	6333	1809568	286		
2021							
Q1	轮胎	1779	1629	489360	300	3.30%	33.50%
Q2	轮胎	1791	1676	499174	298	-3.50%	12.50%
Q3	轮胎	1610	1541	421916	274	-3.20%	-11.60%
Q4	轮胎	1847	1625	415953	256	-4.20%	-13.50%
全年		7027	6471	1826402	282		
2022							
Q1	轮胎	1672	1571	429687	273	-9.00%	-3.50%
Q2	轮胎	1518	1348	398804	296	-0.69%	-19.55%
Q3	轮胎	1702	1662	428987	258	-5.75%	7.88%
Q4	轮胎	1680	1602	415228	259	1.20%	-1.36%
2023							
Q1	轮胎	1711	1673	431347	258	-5.72%	6.47%
Q2	轮胎	1944	1926	480694	250	-15.69%	42.89%
Q3	轮胎	2061	1936	529310	269	4.20%	16.50%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议: 有价值+有拐点+有空间的国内半钢龙头，维持“买入”评级

产能+配套+零售全方位布局，看好国内半钢龙头量利双增。公司在产能、配套、零售等方面皆有全面、前瞻性布局：1) **产能端**：海外看好欧洲工厂提振整体盈利能力以及泰国工厂持续修复利润，国内看长春、湖北、安徽等地产能推进，长期看好公司“7+5”全球化战略；2) **配套端**：看好高端产品、车型、品牌渗透（正式

供货宝马；实现对高端商用车 SCANIA、MAN 的产品量供）及新能源配套推进（比亚迪第一大轮胎供应商；通过大众中国新能源车项目自愈合轮胎评审）；**3）零售端**：创建“玲珑养车驿站”+“阿特拉斯卡友之家”养车品牌，新零售 3.0 开启保障增长；后续随海外需求回暖增厚利润，玲珑业绩有望持续改善。

我们看好玲珑轮胎在产能+配套+零售等维度全方位布局构筑的核心竞争力以及未来业绩增长的确定性，短期看好成本下降及产品结构调整带来盈利弹性，长期看好产能+配套+零售三大维度的积累。小幅上调盈利预测，预计 23/24/25 年归母净利润 14.4/23.1/28.0 亿元（原 13.4/23.1/28.0 亿元），EPS 为 0.98/1.56/1.90（原 0.91/1.56/1.90 元），对应 PE 为 21/13/11x，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	市值（亿）	股价（元）				每股盈利（元）			市盈率	评级
			20240116	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600660.SH	福耀玻璃	1026	39.33	1.82	2.16	2.34	22	18	17	买入	
601799.SH	星宇股份	377	132.00	3.30	4.03	5.44	40	33	24	买入	
601058.SH	赛轮轮胎	381	12.20	0.43	0.86	1.00	28	14	12	-	
	平均						30	22	18		
601966.SH	玲珑轮胎	305	20.71	0.20	0.98	1.56	105	21	13	买入	

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理和预测 备注:赛轮轮胎预测为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2317	2945	3000	2300	2500	营业收入	18579	17006	21782	25861	30431
应收款项	3297	3146	3998	4535	6670	营业成本	15372	14691	17802	20601	23650
存货净额	4534	4472	5335	6112	7624	营业税金及附加	100	82	105	129	152
其他流动资产	1363	952	2178	2586	3043	销售费用	529	505	634	724	853
流动资产合计	11543	11549	14543	15564	19868	管理费用	642	594	734	852	1011
固定资产	17560	20902	23064	24603	26072	研发费用	934	748	937	1084	1264
无形资产及其他	900	932	896	859	823	财务费用	134	56	471	585	728
投资性房地产	4106	3924	3924	3924	3924	投资收益	(29)	(7)	(8)	(8)	(10)
长期股权投资	29	75	75	75	75	资产减值及公允价值变动	315	306	220	220	100
资产总计	34139	37382	42501	45025	50762	其他收入	(1358)	(1221)	(937)	(1084)	(1264)
短期借款及交易性金融负债	6465	6895	10329	11184	15861	营业利润	730	157	1311	2099	2863
应付款项	6852	5557	6447	7386	7624	营业外净收支	(16)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	2825	2504	3008	3448	3979	利润总额	714	157	1310	2098	2862
流动负债合计	16142	14956	19784	22018	27464	所得税费用	(75)	(135)	(131)	(210)	57
长期借款及应付债券	719	1998	1998	1998	1998	少数股东损益	(0)	0	1	2	3
其他长期负债	890	1180	1471	1762	2052	归属于母公司净利润	789	292	1440	2305	2802
长期负债合计	1609	3179	3469	3760	4050	现金流量表 (百万元)					
负债合计	17751	18134	23253	25777	31514	净利润	789	292	1440	2305	2802
少数股东权益	6	6	6	6	6	资产减值准备	121	(1)	180	43	34
股东权益	16383	19242	19242	19242	19242	折旧摊销	1188	1250	1715	2175	2435
负债和股东权益总计	34139	37382	42501	45025	50762	公允价值变动损失	(315)	(306)	(220)	(220)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	134	56	471	585	728
每股收益	0.57	0.20	0.98	1.56	1.90	营运资本变动	(640)	(521)	(1076)	(9)	(3011)
每股红利	0.59	0.27	0.98	1.56	1.90	其它	(121)	1	(180)	(43)	(34)
每股净资产	11.94	13.03	13.03	13.03	13.03	经营活动现金流	1021	715	1859	4252	2126
ROIC	4.52%	2.64%	4%	7%	8%	资本开支	0	(4863)	(3801)	(3501)	(3801)
ROE	4.81%	1.52%	7%	12%	15%	其它投资现金流	(3)	(2)	2	0	0
毛利率	17%	14%	18%	20%	22%	投资活动现金流	(2)	(4910)	(3799)	(3501)	(3801)
EBIT Margin	5%	2%	7%	10%	12%	权益性融资	(277)	2385	0	0	0
EBITDA Margin	12%	10%	15%	18%	20%	负债净变化	(359)	1279	0	0	0
收入增长	1%	-8%	28%	19%	18%	支付股利、利息	(803)	(401)	(1440)	(2305)	(2802)
净利润增长率	-64%	-63%	394%	60%	22%	其它融资现金流	(388)	682	3435	854	4677
资产负债率	52%	49%	55%	57%	62%	融资活动现金流	(2989)	4823	1995	(1451)	1875
股息率	2.6%	1.3%	4.7%	7.5%	9.2%	现金净变动	(1970)	628	55	(700)	200
P/E	36.0	104.9	21.2	13.3	10.9	货币资金的期初余额	4287	2317	2945	3000	2300
P/B	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	货币资金的期末余额	2317	2945	3000	2300	2500
EV/EBITDA	21.1	29.8	16.4	12.1	10.5	企业自由现金流	0	(3413)	(1435)	1384	(946)
						权益自由现金流	0	(1452)	1482	1596	3018

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032