

# 龙洲股份 (002682)

证券研究报告

2017 年 04 月 10 日

## 京津冀一体化、雄安新区直接受益标的，基建逃不开的白+黑

**雄安新区建设+京津冀一体化提速，基建逃不开的白（水泥）+黑（沥青）。**我们乐观预计下，雄安新区建设及京津冀一体化年均为公司新增沥青收入 16-27 亿元。**京津冀是沥青业务核心+优势区域。**全资子公司兆华领先注册地天津，已实现沥青产业链服务全覆盖，包括沥青贸易、加工、仓储、集装箱运输、电子商务等。**兆华在京津冀地区开展业务多年，充分积累运营经验、客户资源。**1996 年通过北京市政白颐路项目涉足沥青业务，1997 年建成天津塘沽散装沥青库区，1998 年完成河北津保高速项目道路沥青供应。**此外，兆华还是稀缺拥有参与新区建设经验的沥青供应方，2008 年曾参与首钢曹妃甸厂区道路建设。**

**京津冀是兆华核心销售大区，营收占比大，客户资源优质且纯基建属性。**2016 年 1-4 月前五大客户中，沧州市高速公路建设管理局、河北通华公路材料有限公司营收占比位列第一、第二，合计 40.85%。公司下游客户多为高速公路或市政工程道路材料公司、开发公司，价格敏感度较低、支付能力较强。

**雄安是沥青业务覆盖区，公司将直接受益新区基建。**新区建设，基建先行，我们预计未来 5-10 年，固投规模大概率达到万亿级，基建催化剂后续也将不断释放。**兆华具备获取新区基建订单能力。主要是①兆华具备成本+规模+地理位置优势，在天津设立沥青库区，是最靠近雄安并拥有大型沥青库区的企业之一；②经验优势，因多年参与建设，熟知京津冀地区气候、地形、文化，与产业链上各参与主体建立多年合作关系；③范例优势，区域内已建成多条高级公路，示范效应明显；④集装箱运输优势；⑤具备国家级新区建设经验。**

**乐观预计下，雄安新区建设及京津冀一体化，为公司年均新增 16-27 亿沥青收入。**参考长三角，假设京津冀年均修建高速公路 1000km，沥青路面覆盖率 90%，1km 沥青消耗 1900 吨，年均消耗 171 万吨，加上防水材料、小区路面、水利年均消耗 10 万吨，每年消耗共 181 万吨。重交沥青和 SBS 改性沥青目前单价 2650 和 3600 元/吨，（基质沥青 2000+）均价按 3000 元/吨计算，市场容量 54.3 亿，市占率按 30%-50%计算，年均业绩增量 16-27 亿。**此外，雄安新区将承接北京非首都功能，考虑未来会有央企等关键部门率先批量入驻，公路骨架是商贸、交流的重要承载，以及京津冀地区普遍缺水情况，我们判断在市政道路、国道省道中沥青应用程度更高。**

**投资建议：**公司充分受益雄安新区建设及京津冀一体化提速，向上空间打开，加上 17 年兆华领先合并报表，今年业绩将大幅改观。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.19 元、0.43 元、0.51 元，对应 PE 为 77X、34X、28X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**京津冀一体化推进不及预期；沥青下游需求不及预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,261.75	2,461.86	2,447.09	4,806.09	9,443.97
增长率(%)	14.38	8.85	(0.60)	96.40	96.50
EBITDA(百万元)	208.94	196.37	131.12	318.23	363.62
净利润(百万元)	20.60	44.78	50.74	161.84	192.57
增长率(%)	(71.51)	117.43	13.31	218.96	18.99
EPS(元/股)	0.05	0.12	0.19	0.43	0.51
市盈率(P/E)	265.40	122.06	77.18	33.78	28.39
市净率(P/B)	5.18	4.01	2.83	3.49	3.28
市销率(P/S)	2.42	2.22	1.60	1.14	0.58
EV/EBITDA	10.21	25.87	33.85	17.34	16.50

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车服务
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.58 元
目标价格	19 元
上次目标价	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	374.91
流通 A 股股本(百万股)	191.52
A 股总市值(百万元)	5,466.22
流通 A 股市值(百万元)	2,792.34
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	57.11
一年内最高/最低(元)	16.80/11.92

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 公司简介.....	3
1.1. 公司股权结构.....	3
2. 雄安是沥青业务覆盖区，京津冀加码基建，沥青需求加速释放.....	4
2.1. 受益雄安新建及京津冀一体化提速，公司沥青收入年均新增 16-27 亿.....	4
2.1.1. 兆华起家京津冀——沥青业务核心+优势区域.....	4
2.1.2. 雄安是公司沥青业务覆盖区，公司将直接受益新区基建.....	5
2.1.3. 京津冀一体化加速，广阔天地均是公司核心业务区.....	6
2.2. 打开新成长空间，17 业绩大概率创历史新高.....	6
3. 传统主业稳健增长.....	7
3.1. 汽车客运业务.....	7
3.2. 货运物流业务.....	7
3.3. 汽车及配件销售与维修业务.....	8
3.4. 石油销售业务.....	8
4. 投资建议.....	8

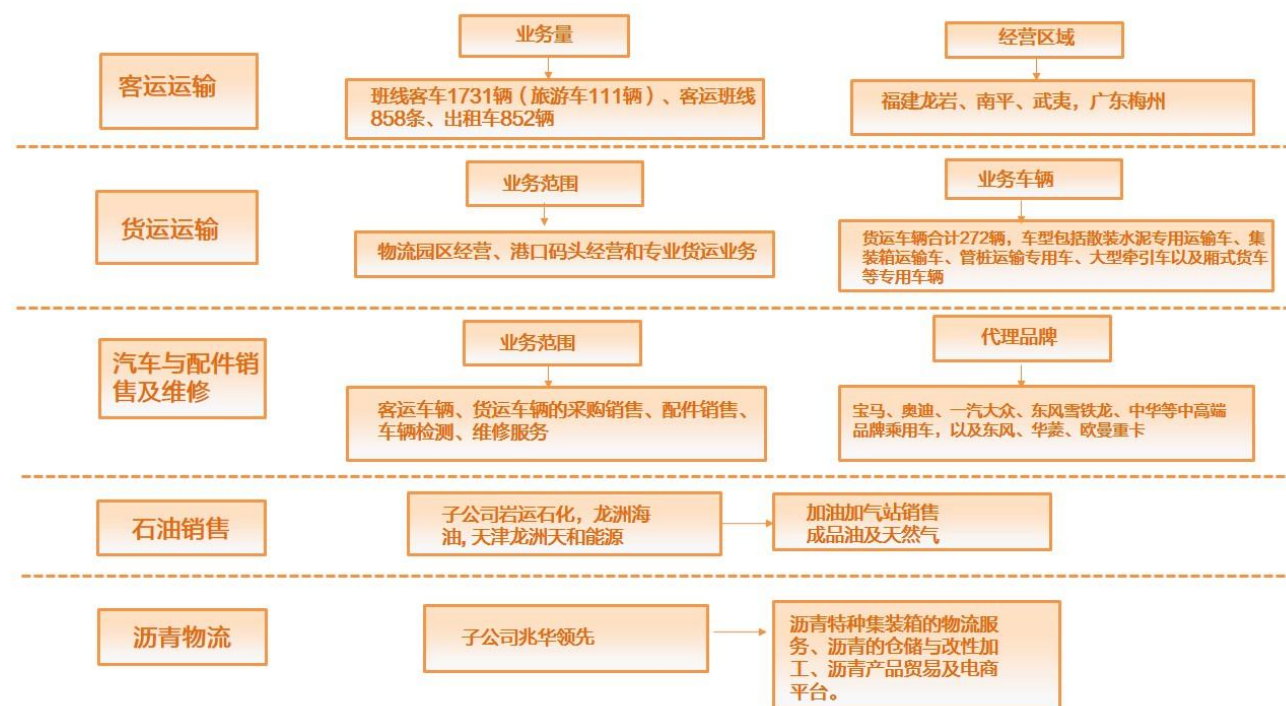
## 图表目录

图 1：公司主要业务分类.....	3
图 2：股权结构图.....	3
图 3：兆华领先目前三大主业均只涉及沥青.....	4
图 4：兆华领先今年业绩承诺实际净利不低于 1.05 亿元.....	4
图 5：雄安是公司沥青业务覆盖区.....	5
图 6：2015 年汽车与配件销售及维修营收占比最大，超过 50%.....	7
表 1：2016 年 1-4 月兆华领先前五大客户情况.....	4
表 2：2017 年北京市京津冀协同发展项目中，交通投资额占比达到 80%.....	6
表 3：一、四季度为施工淡季，全年业绩占比较小（销量：万吨）.....	7

## 1. 公司简介

公司 2003 年成立，2012 年在深交所上市，主营业务包括道路客货运输，汽车与配件销售及维修，石油销售等。公司近年不断新添增长点，收购优质资产天津兆华领先覆盖沥青产业链服务，深化京津冀地区影响力；收购畅丰专汽 70% 股权，拓展移动电源车、冷链物流车等专用汽车业务等。

图 1：公司主要业务分类



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.1. 公司股权结构

公司控股股东为龙岩交通国投，持股比例 29.10%，实际控制人为龙岩市国资委，持股比例 26.55%。目前拥有 9 个主要控股子公司，分布在福建（6 个）、天津（2 个）和安徽（1 个）。

图 2：股权结构图



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 雄安是沥青业务覆盖区，京津冀加码基建，沥青需求加速释放

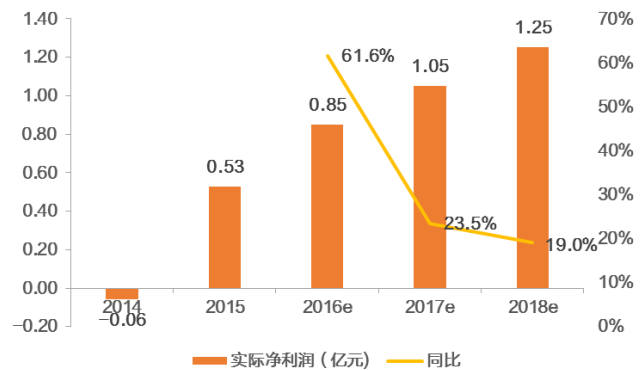
兆华领先注册地在天津，主要提供特种集装箱物流服务、基质沥青储存贸易和改性沥青加工服务，2个沥青库区分布在天津、山西两地，具备40万吨/年的沥青运输能力。2016年，龙洲股份以发行股份及支付现金方式收购兆华领先100%股权，切入沥青综合服务领域，与传统主业协同发展：**业务上**以沥青为切入点进入大宗商品物流贸易领域，传统货运业务发挥支撑作用；**区域上**新增华北、西北增长点；**经营上**添加电子商务等新模式；**季节上**各业务淡旺季有别形成互补。**业绩方面**，承诺2016、2017、2018年度实际净利润分别不低于8500万元、1.05亿元和1.25亿元。截止2016年1-9月，已实现净利润5352.97万元。

图3：兆华领先目前三大主业均只涉及沥青



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图4：兆华领先今年业绩承诺实际净利不低于1.05亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

兆华领先已实现沥青产业链服务全覆盖。服务流程方面，从国内外炼厂采购基质沥青→国内仓储→改性加工→改性沥青→运输销售至终端用户。**服务内容方面**，覆盖沥青贸易、加工、仓储、集装箱运输、电子商务等完整的产业链条，并在物流环节借助特种集装箱运输模式，具备核心竞争力。**服务区域方面**，公司在华北、西北地区均具备一定影响力。

### 2.1. 受益雄安新建及京津冀一体化提速，公司沥青收入年均新增16-27亿

#### 2.1.1. 兆华起家京津冀——沥青业务核心+优势区域

兆华领先注册地天津，在京津冀开展业务多年，充分积累运营经验、客户资源。1996年通过北京市政白颐路项目正式涉足沥青业务，1997年建成天津塘沽散装沥青库区，1998年完成河北津保高速项目道路沥青供应，是全国首条全线使用韩国SK沥青的高速公路。此外，兆华是稀缺拥有参与新区建设经验的沥青供应方，2008年曾参与首钢曹妃甸厂区道路建设。

京津冀是兆华核心销售大区。2013~2015年兆华领先销售区域分布在北京、天津、河北、内蒙、山西等地，2016年覆盖半径继续延伸至陕西、甘肃、宁夏、青海等地。其中，**京津冀营收占比大，客户资源优质且纯基建属性**。2016年1-4月前五大客户中，沧州市高速公路建设管理局、河北通华公路材料有限公司营收占比位列第一、第二，分别为24.64%、16.21%，合计40.85%。**公司下游客户多为高速公路或市政工程的道路材料公司、开发公司**，价格敏感度较低、支付能力较强。

表1：2016年1-4月兆华领先前五大客户情况

前五大客户排名	营业收入（万元）	营收占比
沧州市高速公路建设管理局	2598.89	24.64%
河北通华公路材料有限公司	1709.40	16.21%
长沙市岳麓区莲花沥青搅拌场	914.80	8.67%
安徽滁宁高速公路开发有限公司	864.29	8.19%
盘锦华冠中交路星道路沥青有限公司	512.51	4.86%



合计

6599.90

62.58%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 雄安是公司沥青业务覆盖区，公司将直接受益新区基建

近期，中共中央国务院决定设立河北雄安新区，规划范围涉及河北省雄县、容城、安新 3 县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。新区定位高，对标深圳特区、浦东新区，是千年大计、国家大事。新区建设，基建先行，我们预计未来 5-10 年，固投规模大概率达到万亿级，进一步推进京津冀一体化，基建催化剂后续也将不断释放。

图 5：雄安是公司沥青业务覆盖区



资料来源：新华网，天风证券研究所

沥青是基建材料之一，而雄安是公司沥青业务覆盖区。虽然具体政策未出台，但根据历史经验，道路交通大概率是重点规划内容之一。例如 1994 年天津滨海新区新建，根据《天津市滨海新区城市总体规划文本(1994-2010)》，对外交通目标形成“以港口和铁路为枢纽，公路为骨架，海陆客货运输枢纽站联成一体”，“在天津中心市区和滨海新区之间建设方便快捷、结构合理的交通走廊”，“老城区以现状自由式路网为基础逐步改造新区以方格形路网为主”，“干道路网结构规划为六纵六横”等。

高级公路主要采用沥青路面，雄安新区建设过程中，沥青应用市场空间广阔。道路施工用材一般涉及水泥混凝土、沥青两类。

- **沥青劣势在于：**①路面造价高于水泥。根据数字水泥统计，4 月 7 日华北地区 P.O42.5 型号水泥均价约 368 元/吨。近期华北地区重交沥青、SBS 改性沥青均价分别为 2650 元/吨、3600 元/吨。以高速公路为例，修建一公里约需水泥 8000 吨，沥青 1900 吨，沥青路面成本约为水泥路面的 1.7-2.3 倍。②沥青强度不及水泥路面。
- **沥青优势在于：**①方便维修，等待时间短。水泥路面不易修护，道路局部破损时，如果采取水泥重修，需要整体路段重铺，潮湿养生期长达 28 天，不方便道路通行，特别是市政工程。③用户体验高，舒适、平缓。农村公路等低等级路面通常使用水泥。④缺水地区相对不适用水泥路面，水泥混凝土需要配比大量水，完工后要配养生水。

根据前瞻产业研究院数据统计，截至 2014 年，在我国已铺装的路面当中，沥青混凝土路面只有 95 万公里左右，占当年公路总里程的比重为 19%，水泥混凝土占比为 38%。但需要区分农村公路在全国公路占比高达 85%，而雄安新区将承接北京非首都功能，未来会有央企率先批量入驻，公路骨架是商贸、交流的重要承载，对交通便利和道路运载能力都有一

定要求，以及京津冀地区普遍缺水情况，我们判断沥青在应用程度更高，高速公路基本上全部采用沥青路面，国道大部分采用沥青路面，而农村公路等低等级公路继续采用水泥路面。

根据我们的测算，雄安新区及京津冀交通网络建设，年均为公司新增沥青收入 16-27 亿元。截止 2013 年，长三角地区高速公路通车里程 9045 公里。假设京津冀地区 10 年内从规划到通车 1 万公里高速公路，年均 1000km。高速公路基本采用沥青路面，考虑收费站等水泥路面，假设覆盖率 90%。1km 沥青消耗 1900 吨，年均消耗 171 万吨，加上防水材料、小区路面、水利年均 10 万吨，每年消耗约 181 万吨。重交沥青和 SBS 改性沥青目前单价 2650 和 3600 元/吨，（基质沥青 2000+）均价按 3000 元/吨计算，市场容量 54.3 亿，市占率按 30%-50%计算，京津冀地区高速公路修建带来业绩增量约 16-27 亿。

**兆华具备获取新区基建订单能力。**轨道交通工程采取公开招标方式选择材料供应方，兆华在中标上具备以下优势：

- 成本+规模+地理位置优势，兆华在天津设立沥青库区，是最靠近雄安并拥有大型基地的沥青企业之一；
- 经验优势，因多年参与建设，熟知京津冀地区气候、地形、文化，与产业链上各参与主体建立多年合作关系；
- 范例优势，区域内已建成多条高级公路，示范效应明显；
- 集装箱运输优势，自主研发的集装箱可突破沥青运输半径限制；
- 具备国家级新区建设经验。

### 2.1.3. 京津冀一体化加速，广阔天地均是公司核心业务区

2014 年以来，京津冀一体化已取得诸多进展，今年雄安新区设立，是京津冀一体化强心剂，标志这一重大区域战略加速推进。根据《河北轨交发展十三五规划》，基本实现环京津县市与京津中心城区 0.5-1 小时通勤圈，京津石、京津保、京津唐 1-1.5 小时交通圈，石家庄与周边省会城市 1.5-2 小时交通圈。根据《京津冀地区城际铁路网规划修编方案（2015 年~2030 年）》，2020 年前，京津冀地区将以“京津、京保石、京唐秦”三大通道为主轴，建设 9 条城际铁路，预估投资 2470 亿；到 2030 年，京津冀地区将基本形成“四纵四横一环”为骨架的城际铁路网络。兆华立足京津冀，隶属热度最高的建材行业，未来 5-10 年将最大化受益京津冀的基础建设。

表 2：2017 年北京市京津冀协同发展项目中，交通投资额占比达到 80%

	2015	2016	2017
京津冀协同发展项目	16	36	62
京津冀协调发展项目			3752.83
总投资（亿）			
——交通一体化项目	16	24	19
——交通一体化项目			2969.02
总投资（亿）			
交通投资额占比			80%

资料来源：《北京市重点项目建设》，天风证券研究所

### 2.2. 打开新成长空间，17 业绩大概率创历史新高

沥青销售已迈入快车道，而在雄安新区主题加持下，沥青业务需求升级，增速将进一步提升。2016 年 1-4 月沥青销量 4.33 万吨，根据历史数据，假设占比 7%，则推测全年销量 62 万吨，同比增长 57.4%，增速增加 8.7 个百分点。考虑到缺乏业务催化剂时，兆华增速已超 50%，更能客观反映兆华优质的业务能力与成长性。而今年“京津冀一体化”两大战略提速，下游基建需求升级，催化效应明显，预计沥青业务大概率实现更高幅度增长。

表 3：一、四季度为施工淡季，全年业绩占比较小（销量：万吨）

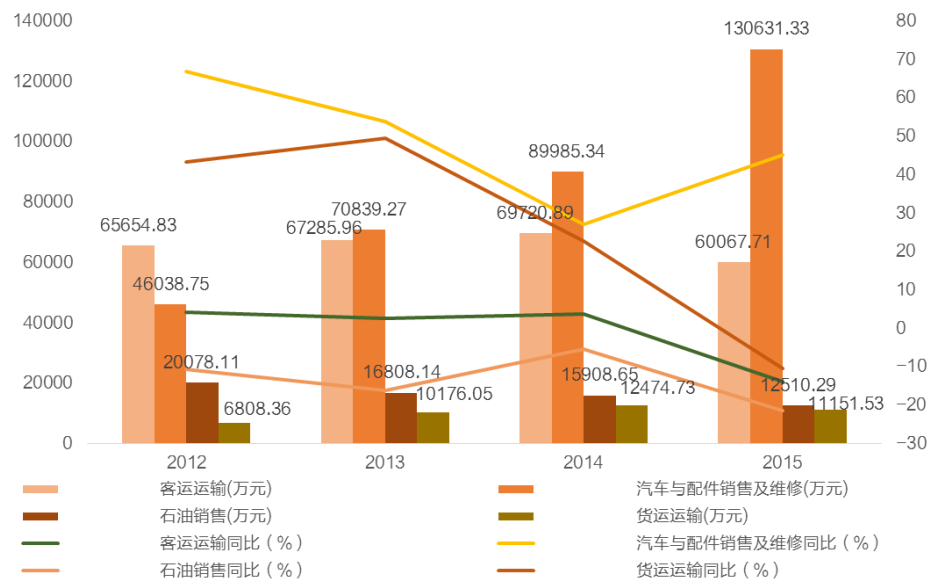
	2014	2015	2016
当年 1-4 月沥青销量	1.75	3.14	4.33
全年沥青销量	26.5	39.4	62
全年沥青销量同比		48.7%	57.4%
1-4 月销量占比	6.59%	7.96%	假设 7%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 传统主业稳健增长

公司传统业务主要指客运运输（营收占比 24.40%），货运运输（4.53%），汽车与配件销售及维修（53.06%），石油销售（5.08%）等，其中客运运输毛利率最高，达到 21.04%。公司客运经营集中在福建省龙岩和南平两地，均为三省交界，营运能力辐射省内省外，近年来在省内同行业排名中车辆数位列第一、客运量位列第二。公司大力发展汽车与配件销售及维修、石油销售等相关业务提升营收，部分抵御合福高铁、龙赣快铁对客运业务造成的影响。

图 6：2015 年汽车与配件销售及维修营收占比最大，超过 50%



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 3.1. 汽车客运业务

公司汽车客运业务主要包括班车客运、旅游客运、出租客运及城市公交，毛利率 21.04%。其中，班车客运是公司经营的核心业务，包括省际、市际、县际、县内班线旅客运输服务。公司客运经营区域主要在福建省龙岩和南平两个具有三省交通枢纽区位优势的地市，近年在福建省同行业的排名中车辆数位列第一、客运量位列第二。

当前，公司客运班线以市际、县际及覆盖县乡村的农村客运为主，截至 2016 年 9 月 30 日，公司合计拥有班线客车 1731 辆（旅游车 111 辆）、客运班线 858 条、出租车 852 辆；近几年，因城际快速列车陆续开通运行，公司通过积极申请新辟班线、加紧调整车型和运力结构、加强公铁零距离换乘、城际快线运输等举措增强道路客运产业的竞争力，目前上述数据的增长相应放缓。客运业务收入中，龙岩市收入占比为 52.08%，南平市收入占比为 47.92%。目前公司的跨区域业务，除武夷运输外，还在广东梅州市经营出租客运业务。

#### 3.2. 货运物流业务

公司的货运物流业务主要覆盖物流园区经营、港口码头经营和专业货运业务，毛利率 3.10%。截至 2015 年底，公司从事货运业务的各类货运车辆合计 272 辆，车型主要包括散装水泥专用运输车、集装箱运输车、管桩运输专用车、大型牵引车以及厢式货车等专用车辆，主

要用于承接散装水泥运输、混凝土运输、矿山运输、零担运输、冷链物流等各个领域。

### 3.3. 汽车及配件销售与维修业务

公司汽车及配件销售与维修业务主要包括汽车的前端和后端业务，前端有专用汽车的生产与制造，后端是汽车销售，主要涉及各种品牌客车代理和宝马、奥迪、一汽大众、东风雪铁龙等中高端品牌轿车和东风、华菱、欧曼等重卡的业务。综合毛利率 9.59%。

### 3.4. 石油销售业务

公司主要通过岩运石化，龙洲海油，天津龙洲天和能源三家子公司从事石油销售业务，毛利率 20.52%。公司与中石化合资设立岩运石化，在龙岩市中心城区及各县（市、区）加气站经营 7 个加油站。公司设与中海油合资设立龙洲海油（由公司出资 51%，中海油出资 49%），在龙岩地区建设加油加气站，并由中海油福建新能源公司提供气源，龙洲股份在站点收购、报批、建设等工作上提供相应支持。目前，龙洲海油已有正式运营的加油加气站 2 个，未来再将建设 10 个，目前在推的有 2 个。公司 2015 年收购天津龙洲天和能源介入天然气加工厂和加气子站的经营领域。

## 4. 投资建议

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司充分受益雄安新区建设及京津冀一体化提速，向上空间打开，加上 17 年兆华领先合并报表，今年业绩将大幅改观。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.19 元、0.43 元、0.51 元，对应 PE 为 77X、34X、28X。首次覆盖，给予“买入”评级。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	448.61	694.30	195.77	384.49	755.52
应收账款	367.18	644.67	131.15	1,230.39	1,445.03
预付账款	218.50	202.73	314.01	603.95	1,171.30
存货	162.93	146.49	248.71	477.17	1,000.08
其他	219.97	413.53	262.83	353.18	457.81
<b>流动资产合计</b>	<b>1,417.20</b>	<b>2,101.71</b>	<b>1,152.46</b>	<b>3,049.18</b>	<b>4,829.74</b>
长期股权投资	31.04	114.12	114.12	114.12	114.12
固定资产	810.74	813.60	908.06	971.82	1,004.16
在建工程	51.57	295.27	213.16	175.90	135.54
无形资产	518.78	445.81	432.07	418.33	404.59
其他	191.25	275.71	259.62	253.61	248.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,603.38</b>	<b>1,944.51</b>	<b>1,927.04</b>	<b>1,933.79</b>	<b>1,906.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,020.58</b>	<b>4,046.23</b>	<b>3,079.50</b>	<b>4,982.96</b>	<b>6,736.38</b>
短期借款	590.96	739.02	537.71	181.37	839.62
应付账款	262.48	472.41	195.00	1,084.13	1,507.68
其他	569.75	869.33	357.21	1,482.26	1,853.29
<b>流动负债合计</b>	<b>1,423.18</b>	<b>2,080.76</b>	<b>1,089.91</b>	<b>2,747.76</b>	<b>4,200.59</b>
长期借款	25.65	7.60	0.00	0.00	131.41
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	302.91	318.71	313.67	311.76	314.71
<b>非流动负债合计</b>	<b>328.56</b>	<b>326.31</b>	<b>313.67</b>	<b>311.76</b>	<b>446.13</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,751.74</b>	<b>2,407.07</b>	<b>1,403.58</b>	<b>3,059.52</b>	<b>4,646.72</b>
少数股东权益	212.94	274.47	292.72	358.91	424.93
股本	208.00	268.59	268.59	374.91	374.91
资本公积	293.37	508.04	508.04	508.04	508.04
留存收益	841.94	1,086.84	1,114.61	1,189.62	1,289.82
其他	(287.41)	(498.79)	(508.04)	(508.04)	(508.04)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,268.84</b>	<b>1,639.15</b>	<b>1,675.92</b>	<b>1,923.44</b>	<b>2,089.66</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,020.58</b>	<b>4,046.23</b>	<b>3,079.50</b>	<b>4,982.96</b>	<b>6,736.38</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	34.11	56.72	50.74	161.84	192.57
折旧摊销	169.68	160.87	61.38	67.25	71.76
财务费用	48.09	53.97	37.88	20.01	29.01
投资损失	(10.32)	(12.64)	(8.54)	(8.54)	(2.00)
营运资金变动	9.33	(132.50)	(352.76)	308.22	(596.90)
其它	(25.16)	(40.38)	19.21	67.31	67.52
<b>经营活动现金流</b>	<b>225.73</b>	<b>86.03</b>	<b>(192.09)</b>	<b>616.09</b>	<b>(238.04)</b>
资本支出	170.12	472.98	65.04	81.91	47.05
长期投资	(9.79)	83.08	0.00	0.00	0.00
其他	(298.72)	(1,020.51)	(116.50)	(153.37)	(95.05)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(138.39)</b>	<b>(464.45)</b>	<b>(51.46)</b>	<b>(71.46)</b>	<b>(48.00)</b>
债权融资	687.51	761.32	577.40	223.13	1,003.09
股权融资	(36.88)	238.10	(47.13)	86.31	(29.01)
其他	(731.17)	(515.16)	(785.25)	(665.35)	(317.01)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(80.54)</b>	<b>484.26</b>	<b>(254.98)</b>	<b>(355.91)</b>	<b>657.07</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>6.79</b>	<b>105.83</b>	<b>(498.53)</b>	<b>188.72</b>	<b>371.03</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>2,261.75</b>	<b>2,461.86</b>	<b>2,447.09</b>	<b>4,806.09</b>	<b>9,443.97</b>
营业成本	1,981.82	2,143.25	2,124.08	4,076.23	8,008.49
营业税金及附加	12.47	14.40	13.81	27.24	54.02
营业费用	33.31	37.88	35.54	69.69	188.88
管理费用	182.51	202.08	197.47	384.49	887.73
财务费用	22.64	40.46	37.88	20.01	29.01
资产减值损失	13.07	33.62	15.00	6.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.32	12.64	8.54	8.54	2.00
其他	(20.64)	(25.28)	(17.08)	(17.08)	(4.00)
<b>营业利润</b>	<b>26.25</b>	<b>2.81</b>	<b>31.87</b>	<b>230.98</b>	<b>262.84</b>
营业外收入	48.17	91.01	75.53	71.57	70.00
营业外支出	11.86	6.95	7.47	8.76	7.73
<b>利润总额</b>	<b>62.56</b>	<b>86.86</b>	<b>99.93</b>	<b>293.79</b>	<b>325.11</b>
所得税	28.46	30.14	29.98	64.63	65.02
<b>净利润</b>	<b>34.11</b>	<b>56.72</b>	<b>69.95</b>	<b>229.15</b>	<b>260.09</b>
少数股东损益	13.51	11.94	19.21	67.31	67.52
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>20.60</b>	<b>44.78</b>	<b>50.74</b>	<b>161.84</b>	<b>192.57</b>
每股收益 (元)	0.05	0.12	0.19	0.43	0.51

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.38%	8.85%	-0.60%	96.40%	96.50%
营业利润	-42.55%	-89.31%	1035.70%	624.85%	13.80%
归属于母公司净利润	-71.51%	117.43%	13.31%	218.96%	18.99%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.38%	12.94%	13.20%	15.19%	15.20%
净利率	0.91%	1.82%	2.07%	3.37%	2.04%
ROE	1.95%	3.28%	3.67%	10.34%	11.57%
ROIC	1.77%	2.10%	3.17%	10.27%	14.45%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.99%	59.49%	45.58%	61.40%	68.98%
净负债率	37.15%	37.56%	56.77%	32.78%	117.33%
流动比率	1.00	1.01	1.06	1.11	1.15
速动比率	0.88	0.94	0.83	0.94	0.91
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.93	4.87	6.31	7.06	7.06
存货周转率	11.20	15.91	12.38	13.24	12.79
总资产周转率	0.76	0.70	0.69	1.19	1.61
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.05	0.12	0.19	0.43	0.51
每股经营现金流	0.60	0.23	-0.51	1.64	-0.63
每股净资产	2.82	3.64	5.15	4.17	4.44
<b>估值比率</b>					
市盈率	265.40	122.06	77.18	33.78	28.39
市净率	5.18	4.01	2.83	3.49	3.28
EV/EBITDA	10.21	25.87	33.85	17.34	16.50
EV/EBIT	43.65	117.41	63.64	21.98	20.55

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 10 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-50165671	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com