

# 业绩维持稳健增长，长期受益于铁路投资复苏

## ——中国通号(3969.HK)2018年中期业绩点评

海外公司研究动态

### ◆中期利润同比增长10.1%

公司公布中期业绩，2018年上半年实现收入188.4亿人民币，同比增长14.1%；实现归母净利润20.7亿人民币，同比增长10.1%，基本符合预期；每股收益0.24元人民币。上半年公司综合毛利率为21.7%，同比下降3.5个百分点，主要由于收入结构变化，低毛利收入占比提升。由于费用控制得当，销售和管理等费用率下行，上半年公司净利润率为11.7%，同比仅下降0.2个百分点。

### ◆新签订单维持高速增长

公司上半年新签订单达323.1亿人民币，同比增长4.9%，订单结构大幅改善，高毛利订单比例提升，有利于提升公司未来整体盈利能力。其中，铁路领域新签订单126.5亿人民币，同比大幅增长60.3%；城市轨道交通领域新签订单60.6亿人民币，同比增长19.1%；海外业务领域新签订单3.7亿人民币，同比增长640.0%；低毛利率的工程总承包和其他业务领域新签订单124.3亿人民币，同比下降30.1%；新业务智慧城市业务领域新签订单8.0亿人民币。

### ◆高速铁路和城市轨道交通市场进入通车高峰期

国内高速铁路和城市轨道交通市场都已进入通车高峰期，我们预计2018-2020年高速铁路年均通车里程将达到4000公里，较2017年的2200公里大幅增长；预计2018-2020年全国城市轨道交通年均通车里程将达到1000公里，2020年全国轨道交通总里程将达到8000公里，较2017年5000公里的总里程增长60%。随着铁路投资回归8000亿大关，公司作为铁路和城市轨道交通信号控制系统的绝对龙头，将直接受益于市场的快速成长。

### ◆行业投资复苏，维持公司“买入”评级

我们认为公司仍将沿着稳健的路径成长，但根据中期业绩的收入构成和毛利率等变化，小幅下调了对未来收入和利润率的预测。预计公司18-20年收入分别为406.0亿、475.3亿、542.9亿人民币，净利润分别为38.9亿、46.6亿、55.3亿人民币，对应EPS分别为0.44/0.53/0.63元人民币。维持18年13倍PE目标，但随盈利预测和汇率变化，下调公司目标价至6.60港元，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：政策变化风险、产品降价风险、海外市场拓展不顺风险

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万人民币)	29,402.1	34,433.7	40,601.7	47,530.5	54,288.2
营业收入增长率	22.8%	17.1%	17.9%	17.1%	14.2%
净利润(百万人民币)	3,049.3	3,310.0	3,891.3	4,661.3	5,531.2
净利润增长率	22.1%	8.5%	17.6%	19.8%	18.7%
EPS(元人民币)(摊薄)	0.35	0.38	0.44	0.53	0.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.1%	13.8%	14.6%	15.7%	16.7%
P/E	14.1	13.0	11.0	9.2	7.8
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2018年8月29日

### 买入(维持)

当前价/目标价：5.61/6.60港元

目标期限：6个月

### 分析师

陈佳宁(执业证书编号：S0930512120001)

021-22169162

chenjianing@ebsecn.com

### 市场数据

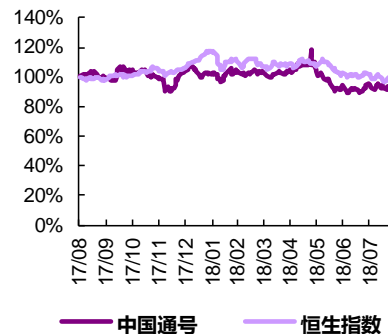
总股数(亿股)：87.9

总市值(亿港元)：493.11

一年最低/最高(港元)：5.10-7.02

近3月换手率：17.4%

### 股价表现(一年)



资料来源：Wind

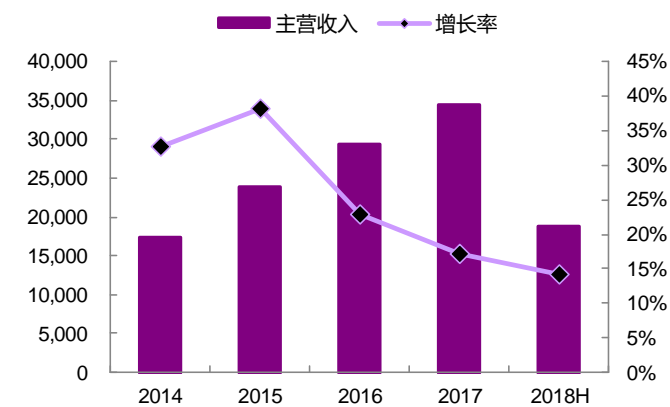
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.5	0.9	-2.9
绝对	0.9	-5.9	-1.7

## 1、中期利润同比增长 10.1%

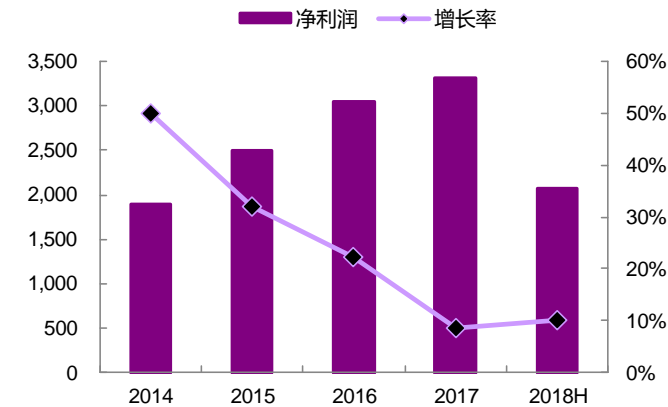
中国通号公布中期业绩，2018 年上半年实现收入 188.4 亿人民币，同比增长 14.1%；实现归母净利润 20.7 亿人民币，同比增长 10.1%，基本符合预期；每股收益 0.24 元人民币。公司中期不派息。

图 1：公司收入变化（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

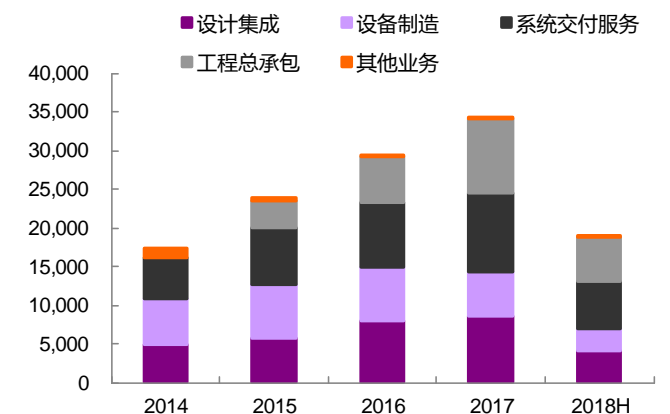
图 2：公司净利润变化（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

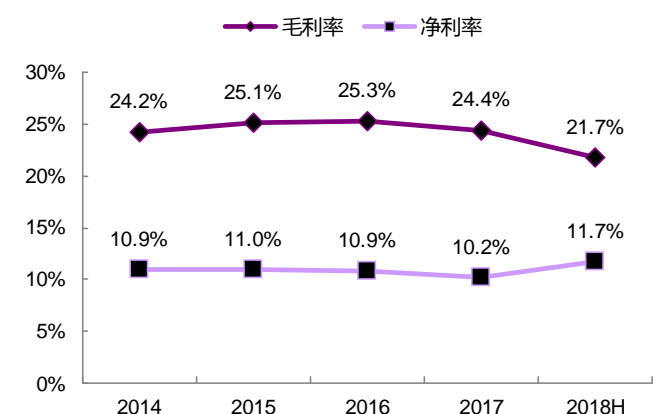
分业务而言，2018 年上半年公司设计集成和设备制造业务收入分别为 41.6 亿和 27.9 亿，同比分别下降 17.7%和 8.3%，主要由于 2018 年上半年铁路基建投资趋缓，业主调整项目施工工期，新签订单项目实施进度缓慢；系统交付服务收入 62.3 亿，同比增长 45.1%，主要由于城市地铁建设投资加大，系统交付服务板块订单增多，业务量增加，以及公司综合实力及品牌影响力显著增强，非集成改造类业务量订单增加。工程总承包收入 56.5 亿，同比增长 38.7%，主要由于公司积极拓展与轨道交通相配套的综合管廊、海绵城市、智慧城市等新兴业务。其他业务收入 0.2 亿，同比下降 64.2%，主要由于公司主动压减物资贸易业务。

图 3：公司分业务收入结构（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告

图 4：公司盈利能力变化



资料来源：公司公告

上半年公司综合毛利率为 21.7%，同比下降 3.5 个百分点；其中，设计集成、设备制造、系统交付、工程总承包、其他业务的毛利率分别同比变化 -7.5/5.7/1.1/2.3/33.6 个百分点。由于费用控制得当，销售和管理等费用率下行，上半年公司净利润率为 11.7%，同比仅下降 0.2 个百分点。

公司设计集成板块毛利率下滑，主要由于上半年国家宏观形势变化，部分项目没有按照公司预期进度推进，确认收入较少；随着下半年国家对基础设施投资力度的增加，部分项目陆续开工，下半年设计集成板块的收益确认增加，毛利率有望回归正常水平。

**公司上半年新签订单达 323.1 亿人民币，同比增长 4.9%，订单结构大幅改善，高毛利订单比例提升，有利于提升公司未来整体盈利能力。**其中，铁路领域新签订单 126.5 亿人民币，同比大幅增长 60.3%；城市轨道交通领域新签订单 60.6 亿人民币，同比增长 19.1%；海外业务领域新签订单 3.7 亿人民币，同比增长 640.0%；低毛利率的工程总承包和其他业务领域新签订单 124.3 亿人民币，同比下降 30.1%；新业务智慧城市业务领域新签订单 8.0 亿人民币。

## 2、铁路设备行业投资进入向上周期

**随着铁路投资回归 8000 亿大关，我们认为铁路设备板块已经进入预期修复，基本面见底回升的向上周期。展望未来三年，客运方面，高铁、城轨地铁进入通车高峰，铁路设备需求稳健增加；货运方面，“公转铁”政策确立，铁总实施三年货运增量行动，货运相关设备招标将大幅增长。行业投资已经进入风口期。**

### 2.1、铁路投资有望恢复至 8000 亿，设备投资受益程度更高

2018 年 1 月，铁总在年度工作会议中，将 2018 年全国铁路固定资产投资降至 7320 亿元；同时，投产新线增加至 4000 公里，其中高铁 3500 公里。2018 年高铁 3500 公里的通车里程，较 2017 年的 2200 公里有 50% 的增长；但设备计划投资额仅 800 多亿，低于市场预期。这也直接制约了整个铁路设备板块上半年的表现。当时我们认为，设备投资的计划与实际需求不匹配，2019 年的设备投资将开始复苏，从而带来后续铁路设备行业的投资机会。

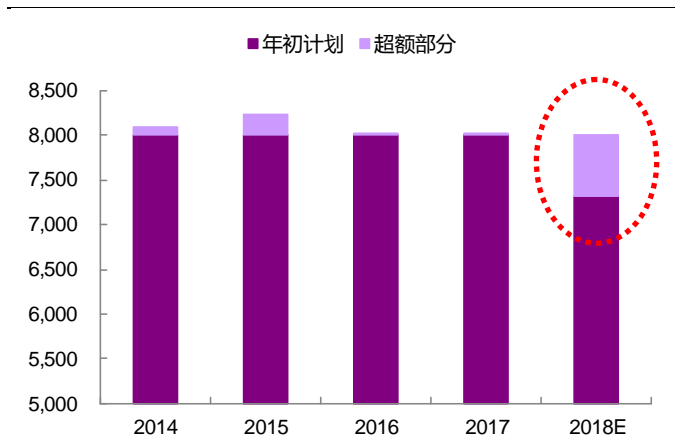
实际的设备投资回升，较我们预期来得早了半年。2018 年 7 月 2 日，铁总公布《2018-2020 年货运增量行动方案》，以进一步提升运输能力，降低物流成本，优化产品供给。行动方案提出，到 2020 年，全国铁路货运量将达到 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%。货运能力建设的超预期增长，带来了相关设备需求量的超预期复苏。

8 月 7 日，据《中国经营报》消息，中铁总人士确认，在铁路机车车辆投资增长和基建潮加速推进的双重刺激下，**2018 年铁路固定资产投资额有望重返 8000 亿元以上**（原计划为 7320 亿元），超市场预期。

基建投资方面，铁总计划在 2018-2019 年里新开工 38 条铁路项目。与此同时，《长三角城市群区域铁路网规划（2018-2035 年）》等区域规划正在进行修编，一些新项目正在准备上马。本次修订中长期铁路规划，以及加快铁路投资后，部分原先“十四五”的项目，可能会提前到“十三五”开工。而一些原先不在国家规划内的线路，也可能新加入地方的线路规划中，形成新的线路增量。

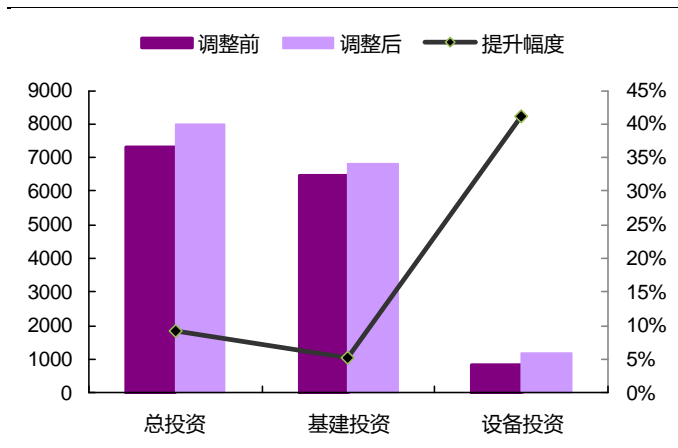
设备投资方面，据《中国经营报》8月7日消息，中国中车人士表示，**2018年，铁总对新造客运和货运机车车辆投资提升已成定局，如果再算上用于既有车辆维修的投资，全年机车车辆投资有望达到1200亿元，较年初计划的800多亿元的铁路装备投资大幅提升。**从提升幅度来看，设备投资的受益程度更高。

图 5：铁路行业固定资产投资额变化（单位：亿人民币）



资料来源：统计局，光大证券研究所预测

图 6：预计设备投资提升幅度最高（左轴单位：亿人民币）



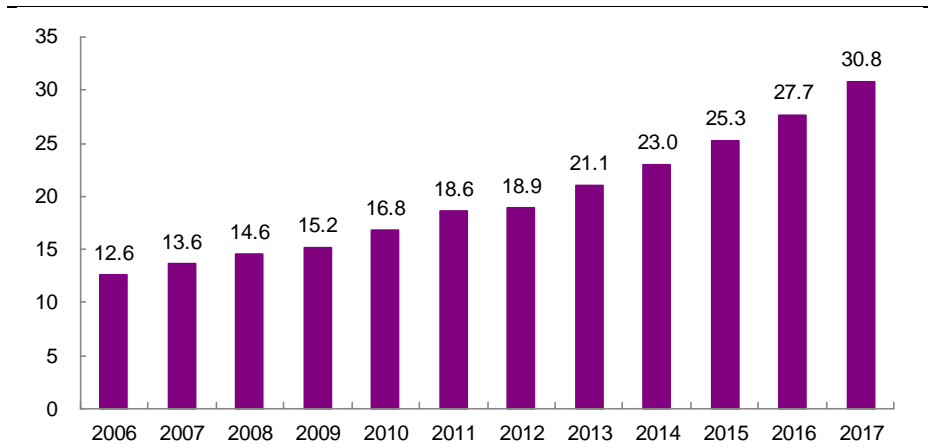
资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所预测

## 2.2、客货运需求的持续增长是投资增长的基础

### 2.2.1、铁路客流维持良好增长，未来几年进入高铁密集通车期

在高铁建设连接成网的推动作用下，大量客流被引导至快速、准时、安全、清洁的高速铁路，这一趋势仍然延续。2018-2020年是国家铁路新线通车的又一高峰，我们预计国内铁路客运量仍将维持年复合10%左右的增速。

图 7：国内铁路旅客发送量不断增长（单位：亿人次）



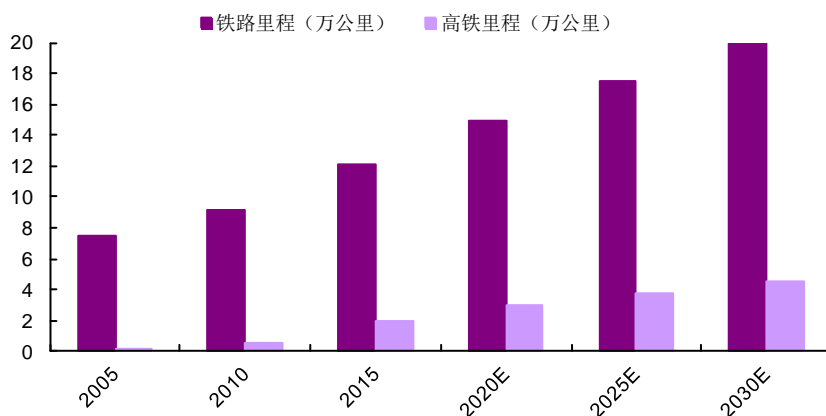
资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所预测

由于近两年重点线路客运量增速超过车辆增速，上座率不断提升；快速增长的客流量，又反过来推动铁路新线建设和车辆加密的需求。根据2017年11月正式发布的《铁路“十三五”发展规划》，以及2016年通过的《中长期铁路网规划（2030年）》，“四横四纵”的铁路网将扩建为“八纵八横”。国家铁路，特别是高速铁路，仍然是未来基建投资的重点领域。

2017年11月正式发布的《铁路“十三五”发展规划》提出，“十三五”期间，全国铁路建设新线3万公里；到2020年，全国铁路营业里程达到15万公里，其中高速铁路3万公里。届时，全国铁路网基本覆盖城区常住人口20万以上城市，高速铁路网覆盖80%以上的大城市，动车组列车承担旅客运量比重达到65%。

《中长期铁路网规划（2030年）》提出，到2020年，全国铁路网规模达到15万公里，其中高速铁路3万公里，覆盖80%以上的大城市；到2025年，铁路网规模达到17.5万公里左右，其中高速铁路3.8万公里左右，网络覆盖进一步扩大，路网结构更加优化，骨干作用更加显著，更好发挥铁路对经济社会发展的保障作用；到2030年，铁路网规模达到20万公里左右，其中高速铁路4.5万公里左右，基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖。

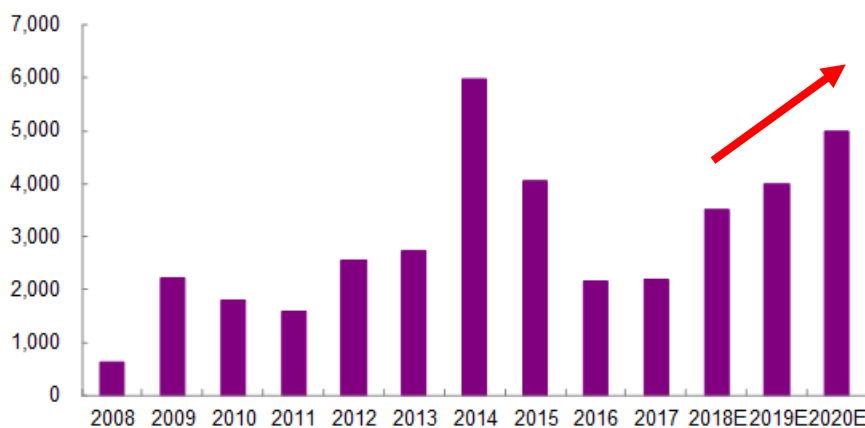
图8：全国铁路里程变化预测（单位：万公里）



资料来源：发改委，光大证券研究所预测

根据我们对在建线路的统计，**2018-2020年的高速铁路年通车里程将呈逐年上升的态势**。需要信号控制系统的电气化铁路占比将不断提升。

图9：高速铁路年通车里程变化预测（单位：公里）



注：里程预测计入了地方城际铁路，和改造提速后实际可以运行动车组的线路。

资料来源：中国铁路总公司，光大证券研究所预测

### 2.2.2、加强铁路货运符合政策导向，货运相关投资将出现大幅上升

铁路单位货物周转量的能耗仅为公路的七分之一，污染物的排放仅为公路的十三分之一。因此，调整运输结构，提高大宗货物和长距离运输的铁路货运比例，特别是打通海铁联运“最后一公里”，大幅提高集装箱海铁联运比例，将成为发展综合运输的主要方向。

6月27日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》。行动计划提出，要优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例；**到2020年，全国铁路货运量比2017年增长30%，京津冀及周边地区增长40%、长三角地区增长10%、汾渭平原增长25%**；大力推进海铁联运，全国重点港口集装箱铁水联运量年均增长10%以上。计划还提出，要推动铁路货运重点项目建设；加大货运铁路建设投入；提升铁路煤炭运输量；在环渤海地区、山东省、长三角地区，**2018年底前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输**；钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业要加快铁路专用线建设，充分利用已有铁路专用线能力，大幅提高铁路运输比例，2020年重点区域达到50%以上。该政策由发改委、交通运输部、铁路局、中国铁路总公司牵头，财政部、生态环境部参与。

在此背景下，交通运输部制定了《推进运输结构调整三年行动计划》，**目标到2020年，实现全国铁路货运量较2017年增加11亿吨、增长30%，水路货运量较2017年增加5亿吨、增长7.5%，沿海港口大宗货物公路运输量减少4.4亿吨**。“公转铁”成为政策所向，大势所趋。铁路货运投资增长，设备购置增加，将成为配套“公转铁”政策的必要手段。

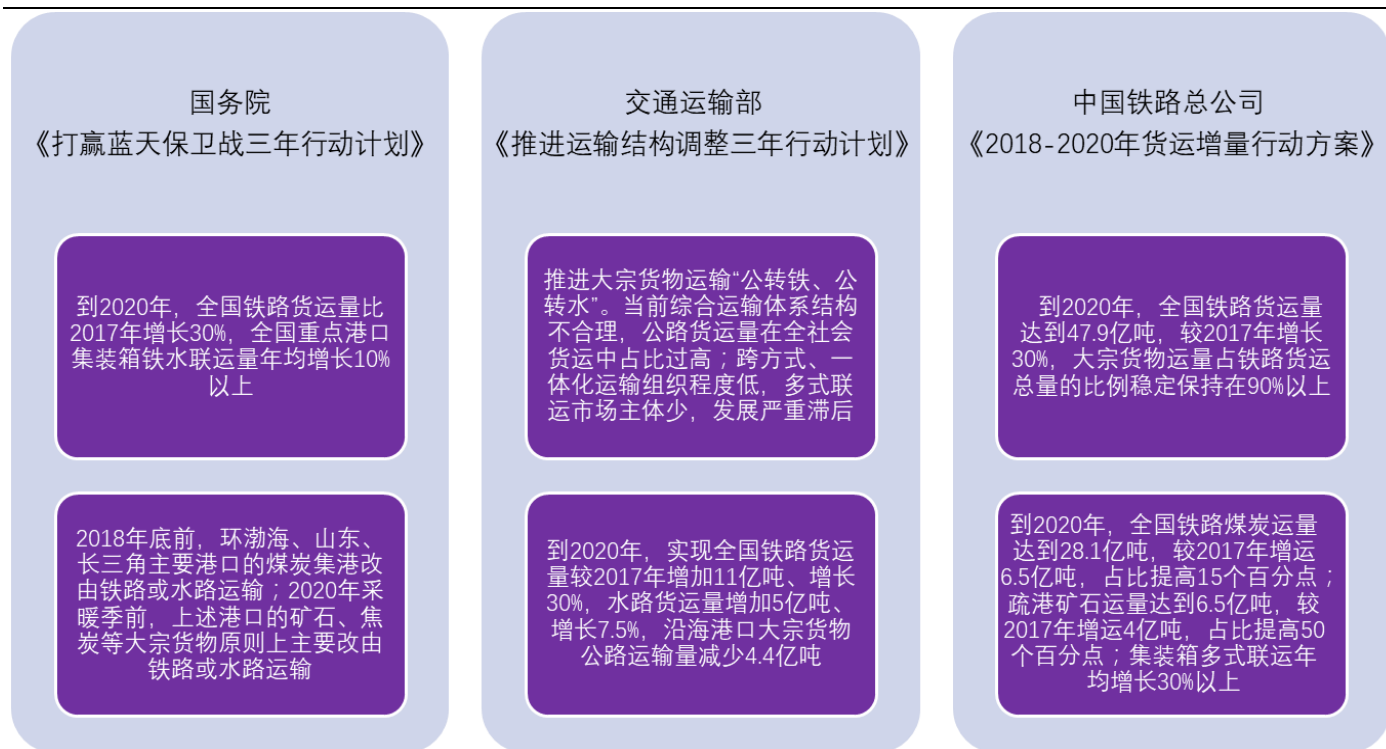
7月2日，据新华社消息，**中国铁路总公司将实施《2018-2020年货运增量行动方案》，以进一步提升运输能力，降低物流成本，优化产品供给；到2020年，全国铁路货运量将达到47.9亿吨，较2017年增长30%**。2018年上半年，全国铁路共发送货物19.5亿吨，同比增加1.35亿吨，增长7.4%，货运增量行动实现了预期阶段性目标。**到2020年铁路货运量增长30%，成为各个文件的共同目标，对应三年复合增速在9%左右**。

上述行动方案明确提出，到2020年，全国铁路货运量达47.9亿吨，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在90%以上。其中，**全国铁路煤炭运量达到28.1亿吨，较2017年增运6.5亿吨，占全国煤炭产量的75%，较2017年产运比提高15个百分点**；全国铁路疏港矿石运量达到6.5亿吨，较2017年增运4亿吨，占陆路疏港矿石总量的85%，较2017年提高50个百分点；2018至2020年，集装箱多式联运年均增长30%以上。

**为落实铁路货运增量三年行动方案，中国铁路总公司制定了详细的时间表、路线图和配套措施，确保货运增量和运输结构调整目标如期实现**。1、以扩充煤炭外运通道能力为着力点，深入挖掘运输潜力，为铁路货运增量行动提供可靠的运力保障；2、扩大万吨重载列车开行范围，形成大秦线、唐呼线、瓦日线、蒙华线四条万吨级重载线路；3、挖掘既有通道潜力，通过高铁开通，释放同向既有线运力，提升货运运能；**4、强化机车车辆装备保障，加大投资力度，新购置一批大功率机车和货车，满足货运增量运输需要**。

在多个部委、公司推出行动方案的影响下，为满足货运增量的要求，货运车辆设备的需求将大幅增加。

图 10：铁路货运近期政策变化



资料来源：国务院、交通运输部、中国铁路总公司

## 2.3、铁总改革提升效率，有利于行业长期发展

**2017年，由于铁总付款周期延长，行业主要公司应收账款和存货周转天数有所上升。市场也一直担心铁总负债率高，制约其投资规模。但我们认为随着铁总公司制改革加速推进，其盈利潜力将得以释放，有利于行业长期发展。**

中国铁路总公司所属 18 个铁路局在完成公司制改革工商变更登记后，于 2017 年 11 月 19 日正式挂牌。至此，中国铁路正式告别路局时代，从传统运输生产型企业，向现代运输经营型企业大步迈进。

**各铁路局改制为铁路集团有限公司后，经营范围普遍扩大，多家铁路集团增加房地产开发和经营业务**，还有铁路集团增加了物流配送、矿产品销售、烟草制品销售、旅游餐饮服务市场化的新业务。各地方铁路集团在突破价格管制严重的铁路运输业务后，利用自身优势，新业务的拓展有望为其带来新的利润来源。

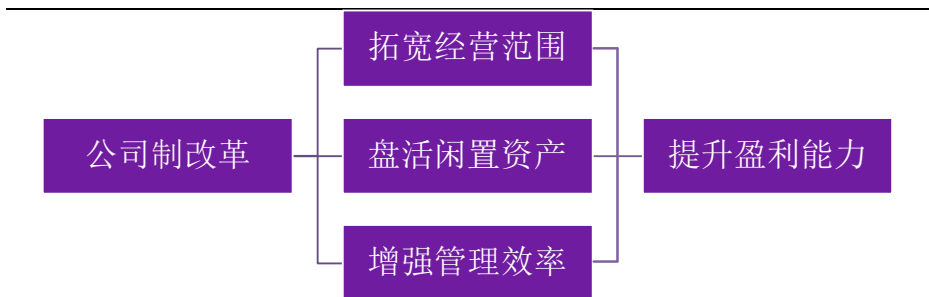
由于铁路票价制定时考虑到社会公平，定价偏低；加上铁路建设投资大、回报期长，铁路总公司近年来亏损不断，负债率有所上升。但实际上，**铁路总公司坐拥巨量土地储备，其可开发利用的土地分布在 18 个铁路局的 31 个省、市、自治区，达到 3 亿平方米**。持续盈利的港铁公司，正是通过房地产开发业务，而非线路运营，实现了良好的整体盈利。我们认为通过公司制改革，铁路总公司的闲置土地资产将得到加速开发，这有望大幅改善其现金流，提升整体盈利能力。

在铁总的公司制改革过程中，减负增效将得到体现。其中，铁路总公司的内设机构精简调整后，机关部门、二级机构、人员编制分别精简 10.3%、26.6%、8.1%。与此同时，通过新业务的拓展，既有铁路运输业务的大量冗余人员可以调配到新业务，实现在岗人员的有效利用，减轻运输部门的人力成本。

此外，通过公司制改革，民间资本进入铁路将获得新的突破。铁总已经分别向阿里、腾讯、顺丰等民营资本发出参与混合所有制改革的邀请。

因此，我们认为，中国铁路总公司的公司制改革，将拓宽经营范围、盘活闲置资产、提升管理效率，最终有效提升其盈利能力。铁总的盈利改善，长远看无疑有利于整个行业的稳健发展。

图 11：铁总公司制改革影响深远



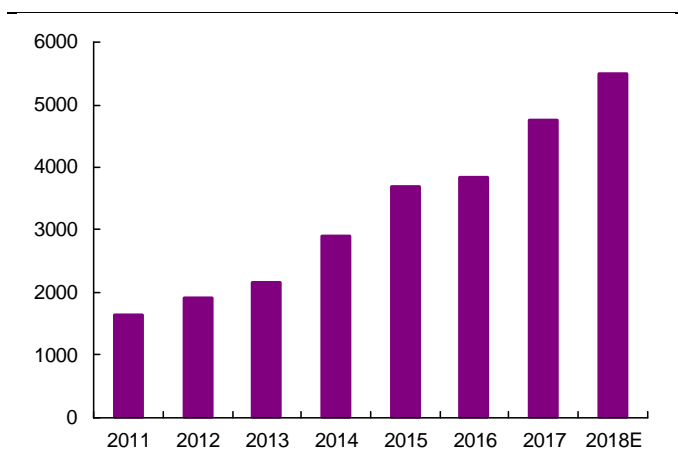
资料来源：光大证券研究所

2017 年铁路设备招标出现显著回升，为 2018 年相关公司的业绩打下良好基础。2018 年铁总招标金额有望高于原计划。铁路设备投资复苏，招标增加的趋势已经形成，对相关上市公司的订单和业绩将产生持续正面影响。

## 2.4、城轨地铁市场已进入通车高峰期

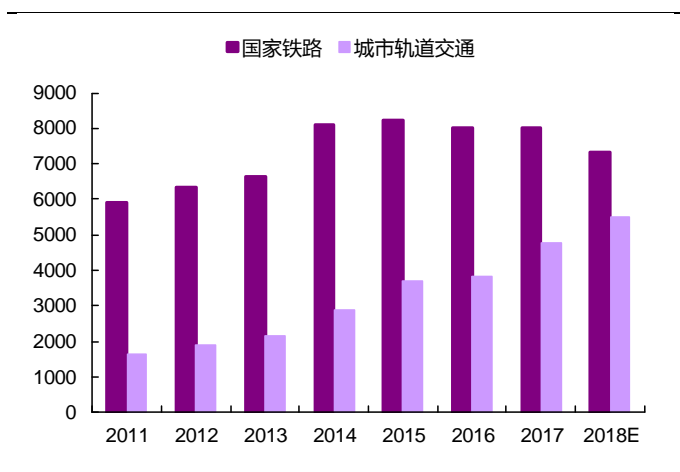
在“十三五”期间，接棒国家铁路，城市轨道交通市场已进入高速增长期。2017 年，全国城市轨道交通行业完成投资 4762 亿人民币，同比增长达 23.8%。随着线路由建设高峰逐渐转向通车高峰，整个城市轨道交通产业链，包括基建、信号控制系统、车辆等，均将先后迎来新一轮高速发展期。

图 12：城市轨道交通固定资产投资变化（单位：亿人民币）



资料来源：中国城市轨道交通协会，光大证券研究所预测

图 13：城市轨道交通与国家铁路投资对比（单位：亿人民币）

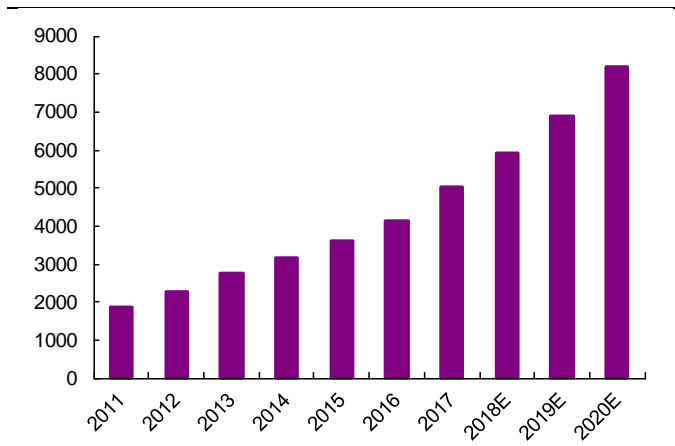


资料来源：中国城市轨道交通协会，中国铁路总公司，光大证券研究所预测



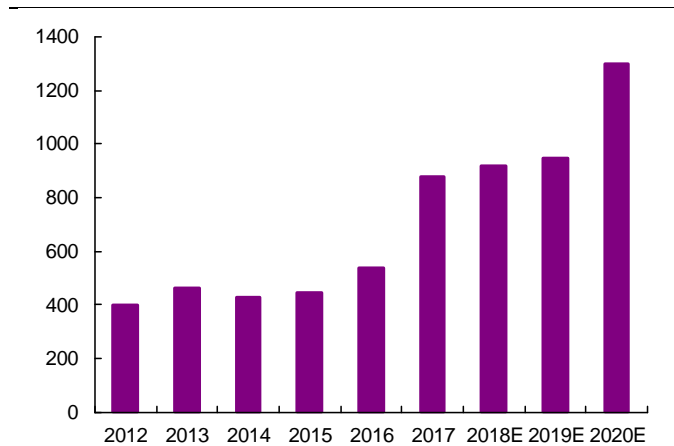
国内城市轨道交通运营里程数已由 2011 年的 1887 公里，快速增长至 2017 年的 5033 公里。目前全国轨道交通在建里程超过 6000 公里；我们预计到 2020 年，全国轨道交通总里程有望达到 8000 公里，较 2015 年 3600 公里的总里程增长 120%。2018-2020 年的城轨地铁通车里程有望达到年均 1000 公里以上。

图 14：城市轨道交通运营里程变化（单位：公里）



资料来源：中国城市轨道交通协会，光大证券研究所预测

图 15：城市轨道交通年通车里程变化（单位：公里）



资料来源：中国城市轨道交通协会，光大证券研究所预测

以城市轨道交通平均四到五年建设期而言，2014 年至今的城市轨道交通因投高增长将从 2018 年左右开始传导至信号控制系统市场和车辆市场。这也与“十三五”后期，全国城市轨道交通的集中通车期相符。

7 月 13 日，国务院办公厅正式发布《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（52 号文），提高了建设城轨地铁相关标准。意见要求，**申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值在 3000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上；申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。**拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。

在“52 号文”发布后，暂停长达约一年的地铁审批重启。7 月 30 日，国家发改委召开主任办公会，审议通过长春市第三期城市轨道交通建设规划，包含 5 号线、6 号线、7 号线、空港线、双阳线等 8 条线路，总长 135.4 公里，总投资 787.32 亿元，规划年限为 2018-2023 年。

8 月 14 日，国家发改委正式对《苏州市城市轨道交通第三期建设规划（2018~2023 年）》作出批复，同意建设 6 号线、7 号线、8 号线及 S1 线等 4 个项目，线路总长 137 公里，总投资约为 950 亿元，规划年限为 2018 至 2023 年。

**我们认为，“52 号文”根据十多年来的物价和建设费用增长，适度提升申报地铁门槛，有利于控制各地建设节奏，避免一拥而上的超前发展。“十三五”期间已开工建设的线路不会受到影响；各地规划中未开工的线路，只有本身建设规模就较小的包头等少数城市会受到审批收紧的影响。**

因此，我们没有调整对行业中短期的预测，仍然维持行业“十三五”期间需求快速增长的判断不变。2018-2020年的城轨地铁通车里程有望达到年均1000公里以上，设备需求仍然处在增长期。

### 3、行业投资复苏，维持公司“买入”评级

随着铁路投资回归 8000 亿大关，我们认为铁路设备板块已经进入预期修复，基本面见底回升的向上周期。展望未来三年，客运方面，高铁、城轨地铁进入通车高峰，铁路设备需求稳健增加；货运方面，“公转铁”政策确立，铁总实施三年货运增量行动，货运相关设备招标将大幅增长。行业投资已经进入风口期。

我们认为公司仍将沿着稳健的路径成长，但根据中期业绩的收入构成和毛利率等变化，小幅下调了对未来收入和利润率的预测。预计公司 18-20 年收入分别为 406.0 亿、475.3 亿、542.9 亿人民币，净利润分别为 38.9 亿、46.6 亿、55.3 亿人民币，对应 EPS 分别为 0.44/0.53/0.63 元人民币。维持 18 年 13 倍 PE 目标，但随盈利预测和汇率变化，下调公司目标价至 6.60 港元，维持“买入”评级。

### 4、风险分析

- 1、铁路行业政策执行方向或力度可能发生变化，影响行业投资和公司产品需求的风险；
- 2、城市轨道交通市场有多个竞争厂商，可能存在产品降价的风险；
- 3、海外业务受政治、经济等多方面因素影响，可能存在拓展不顺的风险。

利润表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	29,402	34,434	40,602	47,531	54,288
主营业务成本	(21,974)	(26,043)	(31,356)	(36,653)	(41,664)
毛利	7,428	8,390	9,246	10,877	12,624
营业开支	(3,862)	(4,108)	(4,379)	(5,053)	(5,725)
其他收益及亏损	94	(96)	80	85	90
营业利润	3,660	4,186	4,947	5,910	6,989
财务成本净额	156	99	67	74	85
税前利润	3,816	4,286	5,014	5,983	7,075
所得税开支	(625)	(773)	(902)	(1,077)	(1,273)
税后经营利润	3,191	3,513	4,111	4,906	5,801
少数股东权益	(142)	(203)	(220)	(245)	(270)
净利润	3,049	3,310	3,891	4,661	5,531

资产负债表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	50,295	61,245	67,900	76,575	85,378
流动资产	41,593	49,127	55,177	63,298	71,611
现金及短期投资	15,692	13,067	13,424	15,497	18,094
有价证券及短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	19,095	28,690	32,594	37,264	41,498
存货	3,243	3,330	4,076	4,765	5,416
其它流动资产	3,563	4,040	5,083	5,772	6,603
非流动资产	8,702	12,118	12,723	13,277	13,767
长期投资	632	1,003	1,023	1,046	1,068
固定资产净额	2,622	3,342	3,887	4,346	4,725
其他非流动资产	5,448	7,772	7,813	7,885	7,973
总负债	27,605	36,020	39,883	45,295	50,260
流动负债	26,399	34,474	38,128	43,341	48,105
应付账款	18,965	26,721	30,729	35,187	39,164
短期借贷	931	1,329	0	0	0
其它流动负债	6,502	6,424	7,400	8,154	8,941
长期负债	1,206	1,546	1,754	1,954	2,154
长期债务	220	547	747	947	1,147
其它	985	999	1,007	1,007	1,007
股东权益合计	22,690	25,225	28,017	31,279	35,118
股东权益	21,657	24,019	26,592	29,609	33,177
少数股东权益	1,034	1,206	1,426	1,671	1,941
负债及股东权益总额	50,295	61,245	67,900	76,575	85,378

现金流量表 (百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,935	(886)	3,914	4,622	5,446
净利润	3,049	3,310	3,891	4,661	5,531
折旧摊销	510	513	633	699	763
净营运资金增加	(1,673)	(1,927)	(642)	(900)	(908)
其他	1,049	(2,782)	31	162	61
投资活动产生现金流	422	(1,729)	(1,177)	(1,178)	(1,173)
净资本支出	(923)	(1,245)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(209)	(371)	(20)	(23)	(23)
其它资产变化	1,555	(113)	43	45	50
融资活动现金流	(641)	(140)	(2,381)	(1,371)	(1,677)
股本变动	(188)	0	0	0	0
净债务变化	684	724	(1,129)	200	200
派发红利	(1,080)	(1,045)	(1,318)	(1,645)	(1,963)
其它长期负债变化	(57)	180	67	74	85
净现金流	2,716	(2,755)	356	2,073	2,597

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		