

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

土地开发提速, 增值空间显著

报告摘要:

公司发布公告, 拟交储广州东石牌旧货场土地使用权。因广州市城市更新改造需要, 公司拟依法交储归属于公司位于广州市天河区石牌站路自编4号的广州东石牌旧货场约3.7万平方米的土地使用权。本次交储如能实施, 其产生的利润预计占公司最近一个会计年度经审计利润的50%以上。

铁路用地规模巨大, 土地综合开发提速。国务院以及相关部们先后发布《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》、《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》, 实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发利用政策, 支持铁路建设。作为破解铁路投融资难题的三个方向, 盘活铁路用地资源是一个相对较优的选择, 并且铁路土地综合开发的规模也非常可观, 可盘活的区域包括客运站、货运站以及铁路沿线, 当下铁路土地综合开发已经提速。

广深沿线铁路土地巨大增值空间可期待。公司拥有土地面积约1200万平米, 主要是铁路运输和生产用地, 广深沿线站段所占面积大约400万平。经过多年的建设和发展, 铁路用地的利用现状和设计功能的发挥情况已经发生了一些变化, 存在着面积较大的预留用地、低效用地和变更用地, 未来铁路用地可开发空间巨大。由于广深沿线腹地经济较好, 沿线部分站点利用率低, 开发空间大, 沿线站段土地增值(静态和动态)空间显著。

铁路改革赋予公司多项催化剂。铁路客运业务周期性相对弱化, 公司业绩稳定增长, 后续具有铁路改革利好, 土地开发空间显著, 派息率在50%左右, 可作为长期投资配置。不考虑客运提价, 预计公司2017-2019年EPS分别为0.15、0.18和0.20元, PE分别为36x、31x和28x。考虑到土地政策带来增值空间非常显著, 并且公司在改革后期可能成为华南铁路资产注入主要平台, 我们维持“买入”评级。

风险提示: 改革过程中不可预见风险, 土地开发实施细则存在变数。

股票数据

2017/12/27

6个月目标价(元)	7.2
收盘价(元)	5.33
12个月股价区间(元)	4.15~5.89
总市值(百万元)	37,755
总股本(百万股)	7,084
A股(百万股)	5,652
B股/H股(百万股)	0/1,431
日均成交量(百万股)	49

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	8%	5%	4%
相对收益	10%	1%	-16%

相关报告

- 《客货同步增长, 成本增加影响业绩增长》
2017-8-25
- 《客货运业务稳定 运营运输服务贡献增量》
2017-3-30
- 《广深铁路(601333): 客增货减趋势未变 运营服务显著增利》
2016-8-25

财务摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,725	17,281	17,900	18,557	19,247
(+/-)%	6.25%	9.89%	3.58%	3.67%	3.72%
归属母公司净利润	1,071	1,158	1,098	1,270	1,396
(+/-)%	61.75%	8.16%	-5.23%	15.72%	9.89%
每股收益(元)	0.15	0.16	0.15	0.18	0.20
市盈率	36.85	34.06	35.94	31.06	28.26
市净率	1.44	1.41	1.39	1.37	1.35
净资产收益率(%)	3.90%	4.13%	3.86%	4.40%	4.76%
股息收益率(%)	0.00%	1.44%	1.80%	2.15%	2.33%
总股本(百万股)	7,084	7,084	7,084	7,084	7,084

证券分析师: 瞿永忠

执业证书编号: S0550515110002
(021) 20361103 quyz@nesc.cn

证券分析师: 王晓艳

执业证书编号: S0550515110001
(010) 63210895 wangxiaoyan@nesc.cn

目录

1. 铁路用地可开发空间巨大，铁路土地综合开发加速.....	3
1.1. 铁路用地可开发空间巨大.....	3
1.2. 土地开发，政策先行.....	4
2. 广深铁路沿线腹地经济良好，土地可开发空间巨大.....	5
2.1. 广深铁路沿线经济发达，但车站整体利用率较低.....	5
2.2. 广深铁路场站土地面积约 400 万平米.....	6
3. 综合开发增值空间分析.....	7
3.1. 广深铁路土地增值空间机会分析.....	7
3.1.1. 广州东站及其区域技术服务站段:	8
3.1.2. 常平站（原东莞站）	8
3.1.3. 深圳平湖南编组站.....	8
3.2. 沿线货运站土地腾出空间较大.....	9
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	9
5. 风险提示	9

公司发布公告，因广州市城市更新改造需要，公司拟依法交储归属于公司位于广州市天河区石牌站路自编4号的广州东石牌旧货场约3.7万平方米的土地使用权。本次交储如能实施，其产生的利润预计占公司最近一个会计年度经审计利润的50%以上。

1. 铁路用地可开发空间巨大，铁路土地综合开发加速

1.1. 铁路用地可开发空间巨大

根据《铁路用地管理办法》，铁路用地是指铁路部门依法取得使用权的土地，包括留用和征（拨）用的运输生产用地、辅助生产用地、生活设施用地及其他用地。铁路用地既是铁路经营活动和运输生产的重要载体，也是保障铁路生产安全、运输畅通的必要条件。根据资料统计，截至2011年底，我国铁路用地总面积为50.1万公顷，其中，运输生产用地47.5万公顷，辅助生产用地908公顷，生活设施用地1.9万公顷，其他用地0.6万公顷，分别占铁路用地总量的94.8%、0.2%、3.8%和1.2%。

土地是铁路企业重要的资产和资源。我国铁路经过多年的建设和发展，其利用现状和设计功能的发挥情况已经发生了一些变化，存在着面积较大的预留用地、低效用地和变更用地。例如：

- 一些线路和场站在日常运输生产过程中仍保留原运输生产功能，但功能发挥不充分、利用结构不合理，需要进一步提升；
- 满足铁路后续发展需求而预留的土地，在一定时间内闲置。未来铁路建设依旧是大规模推进，铁路用地仍将不断增长。根据2016年度全国土地变更调查结果，2016年铁路等基础设施项目用地面积增加突出，增幅达到102.8%，主要集中在西部地区；
- 部分铁路用地曾经承担工业生产及交通运输任务，后因规划变更、产业转移等原因废置不用；
- 行政结构调整带来相关用地变化。此前，铁路54个铁路分局撤并站段形成18个分局，相关配套用地可以用来再次开发；
- 城市快速发展，产业结构变化，铁路货场关闭或者需要重新择地，向外迁移，原来货场的土地闲置；
- 铁路系统拥有大量土地，除了线路、站点使用外，还包括生产和管理用地、员工生活居住用地、后勤保障用地等。这部分存量土地今后可在符合规划的前提下改为商业、住宅等经营性用途使用。
- 火车站商业开发需求。国内大部分火车站功能突出体现为交通枢纽，浪费了车站所带来的大量人流，未来的车站将会把单一的交通枢纽功能转化为集交通、商业、娱乐等于一体的综合性开发，充分发挥车站土地的开发利用价值。

盘活铁路用地资产就是对这些因运输生产、功能设计改进、经营格局调整或地方城市规划发展需要，重新优化调整铁路用地资产，包括暂未利用的铁路用地资产、撤销运输生产功能的铁路站段厂所等单位所占用的铁路用地资产、需要改变用途提高土地利用价值的铁路用地资产等。

盘活铁路用地资产的主要途径有3个：第一，提高容积率带来的增值收益。铁路用地的一个显著特点是容积率低，80%以上的铁路用地都是计划经济时代形成的，许多货运中心、仓储物流中心都是低建筑物。如果可以把容积率提高50-100%，充

分利用上盖建筑和地下空间，可以获取很大的一块增值收益。第二，改变土地用途带来的增值收益。铁路用地原先都是无偿划拨的交通运输用地，但长期以来，围绕铁路沿线兴建了许多公共服务机构和建筑物，这些土地的产权仍然是无偿划拨的非经营性用地，铁总可以补交一些出让收入，把相当一部分非经营性用地变成住房、商业等经营性用地。第三，铁路存量用地盘活与节约集约用地。未来可以盘活的重点区域是客运站、货运站以及铁路沿线站点的房屋、建筑物等等。作为破解铁路投融资难题的三个方向，盘活铁路用地资源是一个相对较优的选择。

1.2. 土地开发，政策先行

2013年、2014年，国务院以及相关部们先后发布实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合开发利用政策，支持铁路建设。2014年，铁总已经将铁路沿线土地资产经营开发确定为当年铁路改革的重点任务之一。

2013年8月9日，国务院发布《关于改革铁路投融资体制 加快推进铁路建设的意见》，对铁路总公司开展各类投资经营业务、多元化经营、铁路土地综合开发以及市域、支线铁路改革发展提供了政策支持。中央的要求和国家的制度性安排，为铁路资产经营开发指明了方向，为铁路资产经营开发营造了良好的政策环境。该意见对既有土地和新线建设新增土地的综合经营开发都分别提出了明确的支持政策，提出铁总要加大力度盘活铁路用地资源，鼓励土地综合开发利用。支持铁路车站及线路用地综合开发。根据该意见，中国铁路总公司作为国家授权投资机构，其原铁路生产经营性划拨土地，可采取授权经营方式配置，由中国铁路总公司依法盘活利用。

2014年1月26日，中国铁路总公司为了摸清家底，重估和盘活资产，通过中国铁路招标网发布了《中国铁路总公司土地评估和土地授权经营资产处置项目评估机构选聘招标公告》和《资产评估项目招标公告》，分别涉及土地资产的评估和路局及其附属公司的资产评估。根据《公告》，本次招标范围将包括全国18个铁路局、3个直属专业运输公司，包括中铁快运股份有限公司、中铁特货运输有限责任公司、中铁集装箱运输有限责任公司和铁道科学研究院。本次招标分为6个包，其中北京铁路局、太原铁路局、呼和浩特铁路局为第一包；哈尔滨铁路局、沈阳铁路局为第二包；济南铁路局、上海铁路局、南昌铁路局为第三包；郑州铁路局、武汉铁路局、广州铁路（集团）公司、南宁铁路局为第四包；西安铁路局、成都铁路局、昆明铁路局为第五包；兰州铁路局、乌鲁木齐铁路局、青藏铁路公司为第六包。根据初步统计，共有18719宗、近36万公顷铁路用地拟被纳入授权经营范围，划拨土地使用权评估总地价约为4966亿元，授权经营土地使用权评估总地价约为7974亿元。其中，成都铁路局1479宗、24147公顷土地拟纳入授权经营范围，划拨土地使用权评估总地价约为435亿元，授权经营土地使用权评估总地价约为637亿元。

2014年，铁路总公司加快铁路土地综合开发部署，要求各铁路局优化重组地产业企业或集团公司，并组织、指导铁路局和项目业主单位编制了18个新、改（扩）建项目的综合经营开发方案。铁总内部研究形成了在全国范围实施“铁路城镇综合体”开发的方案，具体包括：第一，抓好土地综合开发规划编制，确定开发用地规模和利用政策。综合开发规划要以车站及其周边土地和铁路沿线土地为主要范围，其主要内容包括投资规模、效益分析、开发时序、土地规模、土地供应政策等要素。要以新建铁路项目财务收支平衡为条件，争取地方在城市规划、土地利用规划、土地规模及其利用政策上给予支持，以协议约定用地规模和供应方式以及城市规划、土地利用规划等支持条件。第二，运用支持政策，组织铁路城镇综合体投资建设、开发运营，最大限度地取得土地增值收益和投资开发收益。第三，铁路局、项目法人要按照总公司的部署和要求，组织新站区、沿线资源与市场调查，分析投资与开

发机会，合理选择开发项目，开展综合经营开发规划方案编制。

2014年8月11日，为落实《国务院关于改革铁路投融资体制 加快推进铁路建设的意见》，实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合利用政策，支持铁路建设，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》。根据该意见，土地综合开发应坚持三项基本原则：一、支持铁路建设与新型城镇化相结合。二、政府引导与市场自主开发相结合。三、盘活存量铁路用地与综合开发新老站场用地相结合。

2. 广深铁路沿线腹地经济好，土地可开发空间巨大

2.1. 广深铁路沿线经济发达，但车站整体利用率较低

由于广深沿线主要穿过东莞地区，沿线广深四线沿线地区人口稠密，经济发展水平高于珠三角其它地区。《2012 广东镇域经济综合发展力研究报告》对广东省近 1130 个镇域经济（包括城关镇）进行了综合测评，得出 100 个综合发展水平较高的镇域经济（简称百强镇）。其中东莞市虎门镇、长安镇、增城市新塘镇、东莞市厚街镇、东莞市常平镇均入选。但沿线车站整体利用率较低，具备较大的开发和提升空间。

从部分车站来看，广深城际当前主要停靠的站点为石龙、常平和樟木头三个站，在建以及改造车站包括新塘、平湖和布吉，其余沿线车站多为三等或者四等站，基本只办理货物发送，如石牌站、吉山站、仙村站、茶山站、下元站、塘头夏站等站，这些车站多数具有较大的占地面积，但基本属于非利用车站，如塘头夏站占地面积 2 万平，吉山站仓库面积 22300 平。

图 1: 广深铁路沿线主要站段布局



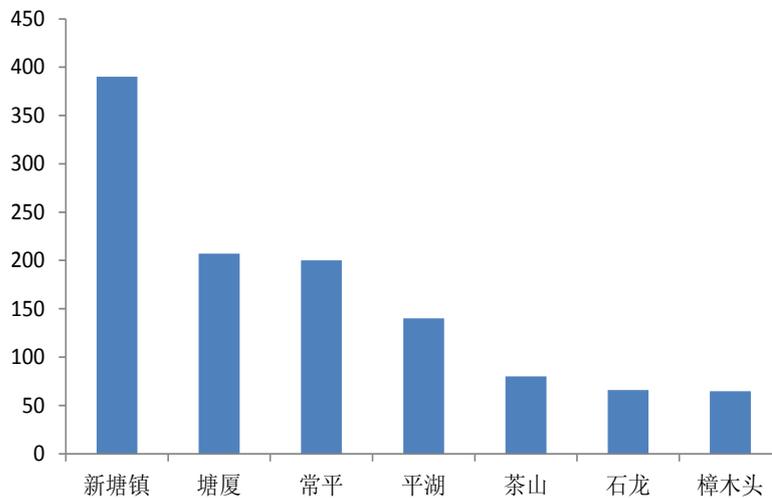
数据来源：东北证券

当前石牌和吉山两个站列入穗莞深城际规划，穗莞深城际广州东和新塘之间基本沿用广深四线，因此石牌站将进行平面布置优化，增设一条货车到发线，而吉山站按一站两场形式布置。我们认为项目的建设对于综合利用进入广州枢纽通道资源，提高

城市土地利用效率有明显推动作用。

此外石龙站站区面积 20 万平，但建筑面积只有 4000 平，仓库面积也只有 11900 平，利用率非常低。

图 2: 广深铁路沿线主要城镇 GDP 情况 (亿元)



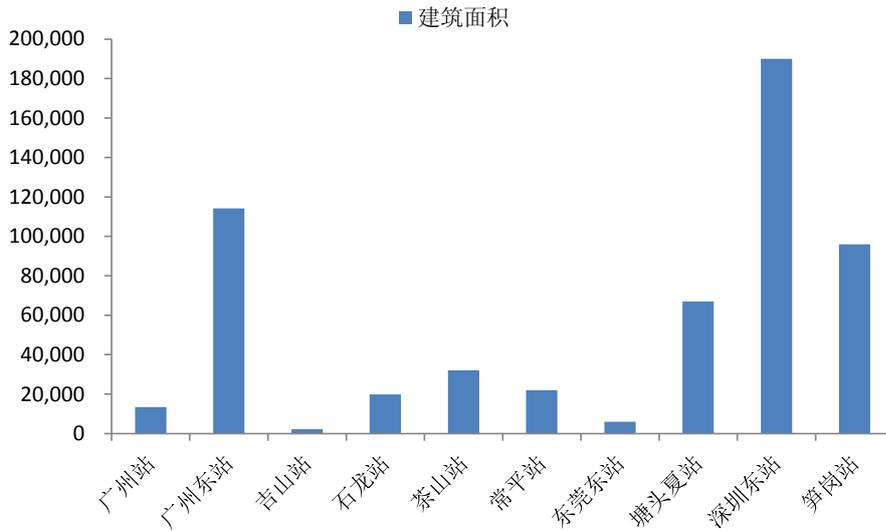
数据来源: WIND, 东北证券

2.2. 广深铁路场站土地面积约 400 万平米

根据公司公告，广深铁路使用的土地共 125 宗，总面积 1181 万平方米；已经办理土地使用权证的共 113 宗，面积 1085 万平方米。公司管内共有 13 个货运营业站，其中，专业货运站 9 个，客货业务站 4 个。货运专用线 41 条，拥有货场 15 个，总面积为 87 万平方米，其中有 5 个百万吨以上的货场；堆场 10 万平方米。此外，广铁集团与广深股份公司签订《土地租赁协议》，协议于 2007 年 1 月 1 日生效，协议规定广深铁路向广铁集团租赁面积约 2819 万平方米的土地使用权，租赁期限为 20 年，双方确定每年租金最高不超过人民币 7,400 万元。由于广坪段土地为租赁性质，暂不能考虑其增值能力。

根据广深铁路土地所有权总面积和租赁面积，我们推算主要站段占地面积大约 400 万平米。

图 3: 广深铁路沿线部分车站建筑面积 (万平)



数据来源: 上市公司, 东北证券

图 4: 广深铁路沿线车站面积数据统计 (万平)

类型	车站 (单位: 万平)	站区面积	建筑面积	仓库面积	等级	当前状态	具体情况
车站类	广州站	120,000	13,435		特等	正常使用	长途车
	广州东站	402,438	114,197		特等	正常使用	城际车, 长途车, 直通车, 未来预计还接入穗莞深城际
	石牌站				3等	使用较少	办理客、货运, 未来预计接入穗莞深城际
	吉山站		2,135	22,300	4等	使用较少	办理客、货运, 未来预计接入穗莞深城际
	下元站				3等	使用很少	只办理货运
	新塘站				4等	使用较少	办理货运, 未来预计接入穗莞深城际和广深城际
	仙村站				4等	使用较少	办理客、货运
	石龙站	200,000	19,840	11,900	3等	正常使用	城际车
	茶山站				4等	使用较少	办理客、货运
	常平站 (原东莞站)		32,000	20,000	2等	正常使用	城际车, 长途车
	东莞东站		22,015		3等	正在改造	长途车
	樟木头站	52,000			3等	正常使用	城际车
	塘头夏站	20,000	6,000		4等	使用很少	客货运业务均无
	平湖站				4等	使用很少	只办理货运
	平湖南站	2,000,010				正常使用	编组站
	深圳东站 (原布吉站)	127,000	67,000		3等	改造基本完成	辅助客运站 (长途车)
	笋岗站 (原深圳北站)		190,000			正常使用	货运一等站
	深圳站	28000	96,000		1等	正常使用	城际车, 长途车, 高铁暂未通
技术站类	广州客运段						
	石牌客运段						
	深圳北客运段						
	广州车辆段						
	广州北车辆段						

数据来源: 上市公司, 东北证券

3. 综合开发增值空间分析

3.1. 广深铁路土地增值空间机会分析

公司拥有土地面积约 1200 万平方米, 主要是铁路运输和生产用地。经过多年的建设和发展, 铁路用地的利用现状和设计功能的发挥情况已经发生了一些变化, 存在着面积较大的预留用地、低效用地和变更用地, 未来铁路用地可开发空间巨大。目前铁路土地综合开发已经加速, 有望带来新的亮点。

广深铁路包括广州东站到深圳站全程所有车站和技术站段。土地增值空间不在线路 (除非线路拆除), 而在于现有的站段。而土地增值空间有短期静态影响和长期动

态影像。

短期静态影响是一两年内可以直接改变土地属性，进入土地市场的资产，或许直接开发、转卖或者抵押；上市公司主要包括常平站（原东莞站）、多余技术站段、废弃的货运站。

长期动态影响是铁路企业可以不断优化铁路网络及其主要站段布局，降低“低效率、低利用率”土地，转化出来直接入市。上市公司主要包括广州区域的各类技术站的综合优化布局腾出土地，平湖南编组站的优化或者直接废除，更多货运站在突出物流中心后退出运营。

下面我们分别以广州东火车站、东莞火车站和平湖南编组站为例来展望未来广深铁路的综合开发价值。

3.1.1. 广州东站及其区域技术服务站段：

目前广州东站主要为广深铁路始发终到旅客列车作业，包括城际客运、直通车和长途客运。广州东车站站区总面积 40.2 万平方米，建筑面积 11.4 万平米。

在广州区域还有几个技术服务站，如广州客运段、石牌客运段、广州车辆段和广州北车辆段，占地面积在 10 万平方米以上。

在广州市区还有羊城公司（原分局）办公大楼，家属院等生活社区等占有大量土地。

从初步调研情况看，广州区域的土地可再开发的面积率在 20% 以上。目前广州东火车站附近新商品房平均售价大概在 4.0 万/平米。

3.1.2. 常平站（原东莞站）

东莞目前有两个火车站，均在东莞市常平镇，其中东莞站综合大楼，楼高 16 层，总建筑面积 32000 平方米，总投资额 8000 多万元。其中二楼是国内列车售票厅、候车室，面积 5200 平方米，三楼做铁路客运口岸联检场地之用。东莞站还投资了 3800 万元兴建第三站台、两条隧道和站台联检大楼的跨线桥。2013 年 6 月 20 日东莞站更名为常平站，新建的新石龙站改为东莞站，经过大力扩张，占地面积扩大到 20 万平方米以上。

东莞东站新客运大楼由 2000 年 6 月开始动工兴建，2001 年底建成启用，建筑面积 13000 平方米，其中候车室面积 10000 平方米，可容纳和分流 6000 多名旅客。目前东莞东站已经启动改造，新站房为带架空层的线侧式站房，总建筑面积 22015 平方米，候车室达到 9390 平方米，比原来增加了近一倍。现有两座 450 米长的站台、3 条客车到发线，改造完成后，不仅将增建一座 550 米长的中间站台，而且原两站台也延长到 550 米，客车到发线增加为 5 条。经过简单计算，东莞地区可以再开发土地面积大约在 10 万平方米以上。目前东莞火车站周边新商品房平均售价水平大概在 12000 元/平米。

3.1.3. 深圳平湖南编组站

深圳平湖南站为深圳区域唯一编组站，主要连接平南铁路进入深圳西站，连接平盐铁路进入盐田港区域。

广深铁路上市公司货运一直萎靡，每年运量大约 6000~7000 万吨，其中广深段每年货运量大约 1000 万吨，扣除沿途货运站，深圳区域货运量不到 1000 万吨，包括平南铁路和平盐铁路的接入货运量。另外，对于港区货运以集装箱为主，港区成列的概

率较大（即使考虑未来集装箱大发展），因此平湖南编组站的能力大有富裕。根据新的规划，深圳将建设平湖南铁路货场，通过大力发展海铁联运，完善城市物资配送系统。平湖南铁路货场规划占地约 1350 亩，功能定位为国家综合性铁路物流一级节点、多式联运中心、集装箱运输中心及综合配套服务中心。

由于平湖南站为编组站，占地面积较大，超过 200 万平米。这样该站在此区域的潜在利用土地也在 200 万平米以上。

3.2. 沿线货运站土地腾出空间较大

广深段的铁路包括石牌站、吉山站、下元站、新塘站、仙村站、茶山站、塘头夏站、平湖站等 3、4 等货运站，在铁路货运集约化和物流中心战略中愈加边缘化，其土地可再开发概率较大。但是由于这些车站地处二三级城市，价格相对较低。由于目前国务院政策只是一个指引，需要各个部委的进一步政策细则，进一步土地价格中要扣除国拨地转性的缴纳金，还有相关税收政策细化，这样才有更进一步细化计算。

考虑公司土地短期静态和长期动态的变化，可以再开发的土地应该在 200 万平米以上，其增值空间非常显著。

4. 盈利预测、估值与投资建议

由于目前，铁路客运价格改革和土地开发进程还没有明确，我们暂不把盈利预测加入改革一次性红利收益。当前铁路货运运价市场化改革已启动，未来客运运价改革也已经起步，公司有望释放较大业绩弹性，且公司基本面逐步向好，未来改革红利空间巨大（沿线土地开发等）。

铁路客运业务周期性相对弱化，公司业绩稳定增长，后续具有铁路改革利好，考虑到土地政策带来增值预期显著，公司在改革后期可能成为华南铁路资产注入主要平。公司派息率在 50% 左右，可作为长期投资配置。不考虑改革红利，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.15、0.18 和 0.20 元，PE 分别为 36x、31x 和 28x，维持“买入”评级。

5. 风险提示

改革过程中不可预见风险，土地开发实施细则存在变数。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,468	2,143	2,934	3,518
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	3,364	3,237	3,355	3,480
存货	333	353	364	375
其他流动资产	157	157	157	157
流动资产合计	5,495	6,069	6,986	7,707
可供出售金融资产	54	54	54	54
长期投资净额	253	253	253	253
固定资产	24,276	25,476	25,976	26,476
无形资产	1,626	2,241	2,841	3,425
商誉	281	281	281	281
非流动资产合计	27,375	27,927	27,705	27,437
资产总计	32,870	33,996	34,691	35,144
短期借款	0	0	0	0
应付款项	2,909	2,866	2,954	2,813
预收款项	295	304	297	289
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4,771	5,504	5,774	5,746
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	69	69	69	69
负债合计	4,840	5,573	5,843	5,815
归属于母公司股东权益合计	28,054	28,443	28,864	29,339
少数股东权益	-24	-20	-15	-10
负债和股东权益总计	32,870	33,996	34,691	35,144

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,281	17,900	18,557	19,247
营业成本	15,319	16,094	16,587	17,113
营业税金及附加	52	54	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	10	11	11	12
管理费用	262	268	278	289
财务费用	-30	-6	-10	-14
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	13	10	10	20
营业利润	1,680	1,489	1,700	1,868
营业外收支净额	-136	0	0	0
利润总额	1,544	1,489	1,700	1,868
所得税	390	387	425	467
净利润	1,154	1,102	1,275	1,275
归属于母公司净利润	1,158	1,098	1,270	1,396
少数股东损益	-5	4	5	5

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,154	1,102	1,275	1,401
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	1,565	1,629	1,697	1,745
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-2	0	0	0
投资损失	-13	-10	-10	-20
运营资本变动	-1,207	141	2	-236
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	1,641	2,862	2,964	2,890
投资活动净现金流量	-1,936	-2,171	-1,465	-1,456
融资活动净现金流量	-567	-16	-708	-850
企业自由现金流	619	679	1,484	1,408

财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
每股指标				
每股收益 (元)	0.16	0.15	0.18	0.20
每股净资产 (元)	3.96	4.01	4.07	4.14
每股经营性现金流量 (元)	0.23	0.40	0.42	0.41
成长性指标				
营业收入增长率	9.89%	3.58%	3.67%	3.72%
净利润增长率	8.16%	-5.23%	15.72%	9.89%
盈利能力指标				
毛利率	11.35%	10.09%	10.61%	11.09%
净利率	6.70%	6.13%	6.85%	7.25%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	66.01	66.00	66.00	66.00
存货周转率 (次)	7.62	8.00	8.00	8.00
偿债能力指标				
资产负债率	14.73%	16.39%	16.84%	16.55%
流动比率	1.15	1.10	1.21	1.34
速动比率	1.08	1.04	1.15	1.28
费用率指标				
销售费用率	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用率	1.51%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用率	-0.17%	-0.04%	-0.06%	-0.07%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.44%	1.80%	2.15%	2.33%
估值指标				
P/E (倍)	34.06	35.94	31.06	28.26
P/B (倍)	1.41	1.39	1.37	1.35
P/S (倍)	2.28	2.20	2.13	2.05
净资产收益率	4.13%	3.86%	4.40%	4.76%

资料来源：东北证券

分析师简介:

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验6年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

王晓艳, 东北证券研究咨询分公司交通运输行业分析师, 11年从业经验。拥有多家企业、城市物流咨询和规划项目经验, 深入理解物流系统的构建和运行脉络, 并以此判断行业和公司的发展趋势和成长性。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王一	021-20361267	13761867866	wangyi@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liyin@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
刘睿	021-20361112	13120728563	liurui@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	lizy@nesc.cn
李流奇	021-20361102	13120758587	lilq@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
夏一然	010-58034561	15811140346	xiayiran@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
金婷	010-58034559	13439651862	jinting@nesc.cn
华南地区机构销售			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuxx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu-xuan@nesc.cn
王之明	0755-33975865	15999555916	wangzm@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn