

三一重工(600031)/专用设备
王者归来——工程机械龙头，业绩有望持续超预期
评级：增持(维持)

市场价格：7.03

目标价格：8.5—9.5

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

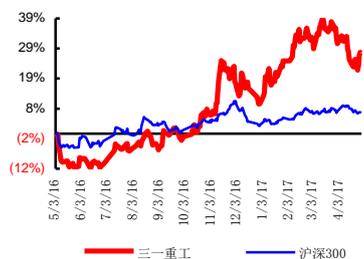
Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,658
流通股本(百万股)	7,594
市价(元)	7.03
市值(百万元)	53,835
流通市值(百万元)	53,384

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《汽车起重机：继挖掘机之后，销量有望超预期》2017.3.14

《工程机械：挖机销量引领，持续性有望超市场预期》2017.3.12

《三一重工(600031)：拟实施大力度员工持股计划；军工、建筑业推动战略转型》2016.3.10

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	23,470.34	23,280.07	32,878.45	45,618.84	60,577.26
增长率 yoy%	-22.71%	-0.81%	41.23%	38.75%	32.79%
净利润	4.96	203.46	2,495.68	3,489.44	4,178.76
增长率 yoy%	-99.3%	4001.1%	1126.6%	39.8%	19.8%
每股收益(元)	0.00	0.03	0.33	0.46	0.55
每股现金流量	0.35	0.42	-0.26	-0.31	-0.32
净资产收益率	0.02%	0.90%	9.93%	12.19%	12.74%
P/E	10,102.1	229.6	21.6	15.4	12.9
PEG	—	0.06	0.02	0.39	0.65
P/B	2.21	2.06	2.14	1.88	1.64

备注：

投资要点

- **事件 1：公司发布 2017 年一季报。一季度收入 93.77 亿，同比增长 79%；实现净利润 7.46 亿，同比增长 727%。**
- **事件 2：2016 年，公司实现收入 232.80 亿，同比下降 0.81%，基本持平；实现净利润 2.03 亿，同比（追溯调整前）增长 46.81%；扣非净利润-3.14 亿。**
- **事件 3：公司年报披露：2017 年公司力争实现营业收入 278 亿。**

工程机械行业：基建拉动需求持续，行业集中度提升

(1) 国内市场：基础设施建设拉动有效需求；(2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设；(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显

- **三一重工：经 5 年调整，销售回暖、经营质量回升；挖掘机已成业绩最大贡献**
- 挖掘机国内连续 6 年第一，已成 2016 年利润最大贡献板块。混凝土机械全球第一，汽车起重机行业前三。公司主导产品销售回暖，业绩逐季向上。

公司挖掘机械 2016 年销售收入 74.7 亿元，国内市场占有率超过 20%。挖掘机已经成为公司 2016 年业绩最大贡献板块。2016 年三一重机（挖掘机械的研发、生产、销售）收入 70.25 亿元，净利润达到 8.52 亿元。2016 年，公司挖掘机械毛利率达到 32.42%，同比增加 4.89 个百分点。

- **三一重工：海外业务占比达 40%，产业布局与“一带一路”高度吻合**

2016 年，公司实现国际销售收入 92.86 亿元，领跑行业。公司海外收入占比达到 40%。公司坚决推进国际化、深耕“一带一路”，总体产业布局分布和“一带一路”区域吻合度高。

- **三一重工：切入军工领域，加快转型升级**

公司与保利科技防务投资有限公司、中天引控科技股份有限公司签订《投资合作协议》并根据协议成立合资公司。2015 年，公司的可转债募集资金拟投资项目变更军工“512 项目”：总投资 6.5 亿元。2019-2021 年预计销售收入为 32.69 亿元，预计实现税后利润 6.53 亿元。

- **公司发行 45 亿可转债：转股价 7.46 元，强制转股价 9.7 元。**

- **员工持股计划：公司 2016 年 3 月推出员工持股计划。第一期已经认购完成，成交金额为 7.04 亿元，成交均价 5.34 元/股，锁定期 12 个月。**

- **国际对标企业卡特彼勒：卡特彼勒 2016 年业绩亏损，但市值 600 亿美元，创历史新高。2016 年卡特彼勒收入 385 亿美元，同比比下降 18%。2016 年公司亏损 6700 万美元。其对 2017 年工程机械行业的展望为：2016 年中国销售开始回暖；欧洲销售似已稳定，2017 年可能出现一定改善。**

- **公司为工程机械龙头，受益“一带一路”。**我们判断公司二季度业绩将好于一季度，全年业绩有望持续超市场预期。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.33、0.46、0.55 元，对应 PE 为 22x、15x、13x。公司 45 亿可转债的转股价为 7.46 元，强制转股价 9.7 元。目前安全边际较高，维持“增持”评级。

- **风险提示：周期性行业反弹持续性风险；军工业务拓展低于预期。**

内容目录

一、工程机械龙头，一季度业绩同比增长7倍，超市场预期.....	3
(1) 一季度业绩同比增长7倍；经营性现金流量净额达30亿元.....	3
(2) 2017年公司收入目标278亿元；业绩有望持续超预期.....	3
二、工程机械行业：基建拉动需求持续，行业集中度提升.....	3
(1) 国内市场：基础设施建设拉动有效需求.....	3
(2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设.....	3
(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显.....	3
三、三一重工：经5年深度调整，销售回暖、经营质量回升.....	4
(1) 挖掘机国内连续6年第一，已成2016年利润最大贡献板块.....	4
(2) 混凝土机械全球第一，汽车起重机行业前三.....	4
(3) 主导产品销售回暖，业绩逐季向上.....	4
四、海外业务占比达40%，产业布局与“一带一路”高度吻合.....	4
(1) 公司2016年海外业务收入占比达40%.....	4
(2) 公司海外产业布局与“一带一路”高度吻合.....	4
五、三一重工：切入军工领域，加快转型升级.....	5
六、45亿可转债：转股价7.46元，强制转股价9.7元.....	6
七、员工持股计划：第一期7.04亿元，均价5.34元/股.....	7
八、国际对标企业：卡特彼勒市值600亿美元，创历史新高.....	7
九、投资建议.....	7
风险提示.....	8

一、工程机械龙头，一季度业绩同比增长 7 倍，超市场预期

(1) 一季度业绩同比增长 7 倍；经营性现金流量净额达 30 亿元

- 公司发布 2017 年一季报。一季度收入 93.77 亿元，同比增长 79%；实现净利润 7.46 亿元，同比增长 727%。
- 公司 2017 年一季度经营性现金流量净额达 30 亿元；主要系公司一季度销售大幅增长，销售回款增加。
- 2017 年一季度公司毛利率达到 32.55%，同比、环比均提高近 7 个百分点。
- 2016 年，公司实现收入 232.80 亿元，同比下降 0.81%，基本持平；实现净利润 2.03 亿元，同比（追溯调整前）增长 46.81%；扣非净利润-3.14 亿元。
- 2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额 32.49 亿元，同比（追溯调整前）增长 52.13%。

(2) 2017 年公司收入目标 278 亿元；业绩有望持续超预期

- 公司年报披露：2017 年公司力争实现营业收入 278 亿元。
- 公司以追求经营质量为第一，现金流为王，而不是追求没有现金流质量的利润，力争 2017 年现金流状况比 2016 年更为优异；严格控制逾期、存货、成本费用等，培育新的利润增长点，提升公司盈利能力，努力降低盈亏平衡点。

二、工程机械行业：基建拉动需求持续，行业集中度提升

(1) 国内市场：基础设施建设拉动有效需求

- 国内工程机械行业依然具有长远广阔的市场前景。实施京津冀协同战略、长江经济带战略、泛珠江三角洲经济区战略，设立雄安新区；推进以城市群为主体形态的新型城镇化建设；打造美丽乡村、建设新农村。
- 我国在铁路、公路、机场、港口航道、水利、地下管廊、环保等基础设施投资的巨大需求，将为工程机械产业带来发展机遇。2017 年，国家实施积极财政政策，基础设施建设保持较高增速、PPP 项目加速落地；我国基础设施和民生领域有许多短板，产业亟需改造升级，有效投资仍有很大空间。

(2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设

- 从全球看，“一带一路”推动基础设施互联互通，推动基建工程建设与中国对外工程承包加快增长，且需求量巨大。特朗普政府推行积极财政与加大基础设施建设的经济政策，并已于 2017 年 3 月向美国国会提交了超万亿美元的基础设施建设计划，超竞选承诺的 5500 亿美元，带来海外市场重大的战略发展机遇。

(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显

- 自 2012 年以来，工程机械行业经过近 5 年的持续深度调整，部分缺乏核心技术与竞争力的中小品牌企业退出市场，工程机械行业总体呈现市场份额集中度不断提高的趋势。
- 从产品来看，混凝土机械市场以三一重工为代表的国产品牌占主导地位，市场份额稳固且继续提升；挖掘机械市场呈现市场份额不断向大企业集中的趋势，具有品牌、规模、技术、服务优势的龙头企业将获得更大的竞争优势。

三、三一重工：经 5 年深度调整，销售回暖、经营质量回升

(1) 挖掘机国内连续 6 年第一，已成 2016 年利润最大贡献板块

- 公司挖掘机械 2016 年销售收入 74.7 亿元，国内市场上已连续六年蝉联销量冠军，市场占有率超过 20%。
- 挖掘机已经成为公司 2016 年业绩最大贡献板块。2016 年三一重机（挖掘机械的研发、生产、销售）收入 70.25 亿元，净利润达到 8.52 亿元。
- 2016 年，公司挖掘机械毛利率达到 32.42%，同比增加 4.89 个百分点。

(2) 混凝土机械全球第一，汽车起重机行业前三

- 2016 年，公司混凝土机械实现销售收入 95.03 亿元，稳居全球第一品牌。
- 2016 年，公司混凝土机械收入同比下降 9.27%；毛利率 21.46%，同比下降 1.39 个百分点。
- 起重机械、桩工机械等产品继续稳固市场地位，市场占有率稳步提升；其中，履带起重机 250 吨级以上产品市场占有率仍保持行业龙头地位；汽车起重机 50 吨及以上产品市场份额居于行业前三位。
- 2016 年，公司起重机械收入 29 亿，同比下降 29.7%；毛利率 34%，同比增加 4.36 个百分点。

(3) 主导产品销售回暖，业绩逐季向上

- 2016 年下半年，公司销售收入 120.60 亿元，同比增长 24.72%，其中第三季度同比增长 10.02%，第四季度同比增长 39.14%，增速环比加快 29.12 个百分点。
- 受销售增长及成本控制影响，主要产品盈利水平提升，2016 年公司总体毛利率同比增加 1.12 个百分点。
- 2016 年公司经营活动净现金流 32.49 亿元，同比（追溯调整前）大幅增长 52.13%。

四、海外业务占比达 40%，产业布局与“一带一路”高度吻合

(1) 公司 2016 年海外业务收入占比达 40%

- 2016 年，公司国际业务稳步推进，实现国际销售收入 92.86 亿元，领跑行业。公司海外收入占比达到 40%。公司海外各大区域经营质量持续提升，印度、欧洲、南非、中东等区域实现快速增长。

(2) 公司海外产业布局与“一带一路”高度吻合

- 公司坚决推进国际化、深耕“一带一路”，总体产业布局分布和“一带一路”区域吻合度高。
- 2016年，南非总统祖玛会见三一重工董事长梁稳根先生；埃塞俄比亚总理会见三一重工总裁向文波先生，双方共商国际产能合作，为三一国际化发展打下坚实基础。

五、三一重工：切入军工领域，加快转型升级

- 公司全资子公司三一汽车制造有限公司于2016年2月已取得《武器装备科研生产许可证》，具备了从事许可范围内武器装备科研生产活动的资格。公司与保利科技防务投资有限公司、中天引控科技股份有限公司签订《投资合作协议》并根据协议成立合资公司。
- **公司2015年正式进入军工领域：**三一重工从2015年与国防科技大学签订《联合研制“无人装备”战略合作协议》开始，正式进入军工装备建设领域。
- **牵手保利+中天引控，成立合资子公司：**2016年7月29日，三一重工与保利科技防务投资有限公司、中天引控科技股份有限公司签订了《投资合作协议》。三方拟共同出资组建合资公司，公司第一期注册资本拟为1亿元，其中三一重工占50%、保利科技占30%、中天引控占20%。
 合资公司拟开展相关新型装备的设计、研发、制造、销售、服务等业务。合资公司拟通过加强三方股东相互之间的商务和技术合作，发挥各自在技术、管理、运营、营销等方面的优势，采取先进而适用的技术，对资本、技术、管理、营销资源优化组合，提高合资公司的市场竞争力。
 三一拟定于合资公司成立3年内完成第二期增资，增资额暂定为1亿元，增资方式及比例在第二期增资时由三方另行确定。
- **可转债募集资金拟投项目变更军工“512项目”：**公司2015年发行45亿元可转债，其中原定10.18亿元投资额的“巴西产业园建设项目（一期）”已变更成“一带一路沿线国家及海外市场挖掘机研发与服务项目”与“军工512项目”，其中军工“512项目”总投资6.5亿元。
 军工“512项目”主要包括：轻型高机动防雷装甲车项目，智能化特种保障平台项目，军民两用系留装备项目，满足国家防务及军民两用需要。其中轻型高机动防雷装甲车项目一期总投资2亿元；智能化特种保障平台项目投资3.5亿元；军民两用系留装备项目投资1亿元。
 2019-2021年预计销售收入为32.69亿元，预计实现税后利润6.53亿元。

图表 1：军工“512项目”2019-2021年预计累计利润6.53亿元

序号	项目	数额(万元)
1	项目总投资	65,000
2	销售收入	326,900
3	毛利	125,856
4	费用总额	49,035
5	利润总额	76,821
6	所得税	11,523
7	税后利润	65,298

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **借助“一带一路”，目标国际市场：**公司 2015 年才正式进入军工装备制造领域，短时间内即取得多项突破性进展，足见公司的行业地位与市场开拓能力。在国家“一带一路”战略大背景下，公司牵手保利与中天引控，凭借保利的军品国际贸易经验和中天引控的军品开发能力，有望率先在“一带一路”沿线国家打开军品市场。

图表 2：国内工程机械行业公司近年积极拓展军工业务

公司	时间	事件	措施
三一重工	2015.9	与国防科技大学签订《联合研制“无人装备”战略合作协议》，共同组建成立了“无人装备工程中心”，面向军方共同开发高智能装备技术产品。	1) 国防科技大学将利用自身在人才、技术及科研与检测条件等方面的优势，对该合作提供支撑。 2) 三一重工将利用自身在研发、制造、工艺等方面的优势，具体承担工程机械研制和转化工作，并负责实施中国相关尖端装备产品产业化。
	2016.2	全资子公司三一汽车收到国防科技工业局颁发的《武器装备科研生产许可证》，	具备了从事许可范围内武器装备科研生产活动的资格。
	2016.9	三一重工与保利科技、中天引控签订《投资合作协议》，三方拟共同出资组建合资公司。	合资公司拟开展相关新型装备的设计、研发、制造、销售、服务等业务。
	2016.11	三一重工亮相第 11 届中国国际航空航天博览会	展示轻突车、车载式系留艇、轻型无人作战平台“沙漠苍狼”和“战狼”装备。
	2017.1	武警交通指挥部与三一重工等首批 14 家军民融合重点项目单位在北京举行签约仪式。	双方将就军民两用技术双向转化应用、救援合作、士兵技能培训等多个领域展开合作，共同推动军民融合深度发展。
徐工机械	2017.3	可转债募集资金拟投资项目变更军工“512 项目”	主要包括：轻型高机动防地雷装甲车项目，智能化特种保障平台项目，军民两用系留装备项目，满足国家防务及军民两用需要。
	2015.8	设立军工部	加快推进军民融合步伐，2015 全年集团军工收入超过 10 亿，同比增长 2.1 倍。
	2016.5	与解放军理工大学野战工程学院签订战略合作协议	进一步深化军民融合，双方将在无人化装备、抢险抢建装备、高速机动装备等方面开展全面合作。
山河智能	2016.5	拟与秋石资产共同发起设立山河秋石产业投资基金	主要用于投资航空、军工等产业领域内的优质企业及资产。
	2017.4	与中国兵器科学研究院签署《战略合作框架协议》	开展长航时、大载荷察打一体固定翼无人机的研制开发，适时完成无人机武器系统的定型和外贸生产；

来源：公司公告，中泰证券研究所

六、45 亿可转债：转股价 7.46 元，强制转股价 9.7 元

- 2015 年公司发行 45 亿元可转债，用于投资及研发项目、收购项目。
- 公司发行的 45 亿元可转债，每张面值 100 元，共 4500 万张，期限 6 年，债券利率第 1 年为 0.2%、第 2 年为 0.5%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.6%、第六年为 2.0%。截至目前转股价格为 7.46 元/股。
- **有条件赎回条款：**在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%时，即股价不低于 9.70 元/股，公司有权决定按照以面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

图表 3：公司发行 45 亿可转债投资项目

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金（亿）
----	------	------	------------

		(亿元)	元)
1.1	一带一路沿线国家及海外市场挖掘机研发与服务项目	4.17	4.00
1.2	军工“512项目”	6.50	6.18
2	建筑工业化研发项目(一期)	6.51	6.50
3	工程机械产品研发及流程信息化提升项目	18.24	18.21
3.1	工程机械产品研发项目	12.26	12.26
3.2	流程信息化提升项目	5.97	5.95
4	收购项目	10.12	10.11
4.1	收购索特传动设备有限公司100%股权	9.79	9.78
4.2	收购湖南三一快而居住宅工业有限公司100%股权	0.33	0.33
合计			45.00

来源：公司公告，中泰证券研究所

七、员工持股计划：第一期 7.04 亿元，均价 5.34 元/股

- 公司 2016 年 3 月推出两期员工持股计划。其中第一期 2016 年 9 月实施完成，第二期择机实施。两期员工持股计划募集资金上限为 4 亿元，总额上限为 8 亿元。其中第一期员工持股计划认购人中董监高比例为 19%，中层和核心人员比例为 81%。
- 截至 2016 年 9 月，公司第一期员工持股计划认购的“国信三一众享集合资产管理计划”通过二级市场累计买入公司股票 1.32 股，占公司总股本的 1.73%，成交金额为 7.04 亿元，成交均价 5.34 元/股，锁定期 12 个月。

八、国际对标企业：卡特彼勒市值 600 亿美元，创历史新高

- 全球工程机械行业龙头为美国的卡特彼勒。截止 2017 年 4 月底，卡特彼勒市值 600 亿美元，创历史新高。
- 2016 年，卡特彼勒全年销售收入为 385 亿美元，与 2015 年的 470 亿美元相比下降约 18%。2016 年公司亏损 6700 万美元，每股亏损为 0.11 美元，而 2015 年每股盈利为 4.18 美元。
- 卡特彼勒对 2017 年其销售收入预期为介于 360 亿美元和 390 亿美元之间，中间值为 375 亿美元。
- 卡特彼勒对 2017 年工程机械行业的展望为：2016 年中国销售开始回暖；欧洲销售似已稳定，2017 年可能出现一定程度改善；巴西经济若开始走出衰退，从峰值回落 80% 的销售或可复苏。

九、投资建议

- 公司为工程机械龙头，受益“一带一路”。
- 预计公司二季度业绩将好于一季度，全年业绩有望持续超市场预期。
- 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.33、0.46、0.55 元，对应 PE 为 22x、15x、13x。
- 公司 45 亿可转债的转股价为 7.46 元，强制转股价 9.7 元。
- 目前安全边际较高，维持“增持”评级。

风险提示

- 周期性行业反弹持续性风险
- 军工业务拓展低于预期
- 主要产品销量增速低于预期风险
- 宏观经济波动风险

图表 4: 三一重工三张表

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	30,364,721	23,470,343	23,280,072	32,878,446	45,618,843	60,577,262
增长率	-18.65%	-22.7%	-0.8%	41.2%	38.8%	32.8%
营业成本	-22,538,670	-17,691,357	-17,179,402	-22,909,701	-31,892,133	-43,106,780
% 销售收入	74.2%	75.4%	73.8%	69.7%	69.9%	71.2%
毛利	7,826,051	5,778,986	6,100,670	9,968,745	13,726,710	17,470,482
% 销售收入	25.8%	24.6%	26.2%	30.3%	30.1%	28.8%
营业税金及附加	-183,149	-121,158	-219,562	-226,861	-314,770	-417,983
% 销售收入	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-2,872,171	-1,948,019	-2,359,066	-3,057,695	-4,242,552	-5,633,685
% 销售收入	9.5%	8.3%	10.1%	9.3%	9.3%	9.3%
管理费用	-2,532,522	-2,089,373	-2,120,805	-2,886,728	-4,005,334	-5,318,684
% 销售收入	8.3%	8.9%	9.1%	8.8%	8.8%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	2,238,209	1,620,436	1,401,237	3,797,460	5,164,053	6,100,130
% 销售收入	7.4%	6.9%	6.0%	11.6%	11.3%	10.1%
财务费用	-1,230,348	-1,330,556	-875,393	-1,136,735	-1,459,624	-1,747,436
% 销售收入	4.1%	5.7%	3.8%	3.5%	3.2%	2.9%
资产减值损失	-682,327	-499,635	-948,421	-710,217	-836,592	-963,823
公允价值变动收益	-15,276	282,359	-563,369	-98,762	-131,806	-146,973
投资收益	407,171	-26,973	2,181,468	853,889	1,002,795	1,346,050
% 税前利润	41.3%	-	346.4%	35.7%	31.0%	34.2%
营业利润	717,429	45,631	1,195,522	2,705,635	3,738,826	4,587,949
营业利润率	2.4%	0.2%	5.1%	8.2%	8.2%	7.6%
营业外收支	267,701	-74,450	-1,132,553	-313,101	-506,701	-650,785
税前利润	985,130	-28,819	62,969	2,392,534	3,232,124	3,937,164
利润率	3.2%	-0.1%	0.3%	7.3%	7.1%	6.5%
所得税	-229,158	33,345	100,830	-301,459	-407,248	-496,083
所得税率	23.3%	115.7%	-160.1%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	755,972	4,526	163,799	2,091,075	2,824,877	3,441,081
少数股东损益	0	0	0	-404,608	-664,567	-737,678
非经营收益	597,511	783,115	-156,655	-442,026	-364,287	-548,292
营运资金变动	-2,433,430	-435,802	940,973	-6,231,690	-7,526,541	-8,094,426
经营活动现金净流	1,231,939	2,696,916	3,249,450	2,429,567	-3,048,910	-3,173,595
资本开支	1,076,480	1,118,824	224,991	-605,783	126,960	279,777
投资	-1,436,720	-101,091	2,095,701	1,028,576	1,846,273	2,146,873
其他	258,682	1,000,779	391,786	755,127	870,989	1,199,077
投资活动现金净流	-2,254,518	-219,136	2,262,496	2,389,485	2,590,302	3,066,173
股权募资	939,813	5,298	132,759	240,173	302,183	324,535
债权募资	1,937,449	503,900	-2,804,239	-6,662,639	1,716,890	1,516,613
其他	-2,634,235	-1,248,654	-2,097,347	-115,366	-76,579	-65,283
筹资活动现金净流	243,027	-739,456	-4,768,827	-6,537,832	1,942,493	1,775,865
现金净流量	-779,552	1,738,324	743,119	-6,577,914	1,483,885	1,668,443

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,049,269	6,840,875	7,442,062	1,268,756	3,417,209	5,823,330
应收账款	23,471,859	23,851,077	23,149,320	30,507,594	40,529,530	51,711,406
存货	7,269,154	5,630,365	6,220,299	8,247,492	11,481,168	15,518,441
其他流动资产	1,322,077	1,006,517	1,180,585	1,209,731	1,353,450	1,532,884
流动资产	38,112,359	37,328,834	37,992,266	41,233,574	56,781,357	74,586,061
% 总资产	60.5%	61.0%	61.7%	66.5%	75.4%	82.0%
长期投资	1,901,146	1,683,747	2,478,039	2,478,039	2,478,039	2,478,039
固定资产	17,574,442	16,319,997	15,096,767	13,350,897	11,634,502	9,919,780
% 总资产	27.9%	26.7%	24.5%	21.5%	15.4%	10.9%
无形资产	4,918,217	4,912,646	4,749,250	3,728,773	3,220,409	2,762,226
非流动资产	24,897,086	23,898,906	23,562,701	20,796,353	18,571,595	16,398,690
% 总资产	39.5%	39.0%	38.3%	33.5%	24.6%	18.0%
资产总计	63,009,445	61,227,740	61,554,967	62,029,927	75,352,952	90,984,751
短期借款	8,469,809	17,785,082	11,107,746	4,445,107	6,161,997	7,678,610
应付款项	11,604,392	9,286,853	10,888,420	13,870,438	19,362,784	26,187,595
其他流动负债	775,424	732,068	1,804,178	1,966,297	2,270,162	2,749,508
长期借款	20,849,625	27,804,003	23,800,344	20,281,842	27,794,942	36,615,713
其他长期负债	16,131,591	8,702,183	9,412,947	9,412,947	9,412,947	9,412,947
负债	38,268,616	37,597,016	38,102,264	34,583,762	42,096,862	50,917,633
普通股股东权益	23,785,431	22,670,708	22,717,403	25,136,506	28,625,951	32,804,710
少数股东权益	955,398	960,016	735,300	2,309,658	4,630,139	7,262,409
负债股东权益合计	63,009,445	61,227,740	61,554,967	62,029,927	75,352,952	90,984,751

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.093	0.001	0.027	0.326	0.456	0.546
每股净资产 (元)	3.123	2.977	2.967	3.282	3.738	4.284
每股经营现金净流 (元)	0.162	0.354	0.424	-0.264	-0.311	-0.318
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.010	0.010	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.98%	0.02%	0.90%	9.93%	12.19%	12.74%
总资产收益率	1.13%	0.01%	0.33%	4.02%	4.63%	4.59%
投入资本收益率	4.08%	-0.60%	9.49%	7.92%	9.54%	10.02%
增长率						
营业总收入增长率	-18.65%	-22.71%	-0.81%	41.23%	38.75%	32.79%
EBIT增长率	-36.99%	-27.60%	-13.53%	171.01%	35.99%	18.13%
净利润增长率	-75.57%	-99.30%	4001.13%	1126.64%	39.82%	19.75%
总资产增长率	-1.25%	-2.83%	0.53%	0.77%	21.48%	20.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	231.9	317.4	306.1	287.5	276.4	265.9
存货周转天数	135.1	133.1	125.9	131.4	131.4	131.4
应付账款周转天数	86.7	83.9	87.6	86.3	86.3	86.3
固定资本周转天数	194.0	243.4	229.2	147.1	93.8	61.3
偿债能力						
净负债/股东权益	76.84%	85.11%	73.48%	61.00%	49.05%	38.49%
EBIT利息保障倍数	1.8	1.2	1.6	3.3	3.5	3.5
资产负债率	60.73%	61.41%	61.90%	55.75%	55.87%	55.96%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。