

八一钢铁(600581)/钢铁

旧貌换新颜

评级：增持(维持)

市场价格：8.68

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email：duhui@r.qlzq.com.cn

联系人：赖福洋

电话：021-20315128

Email：lai fy@r.qlzq.com.cn

联系人：邓轲

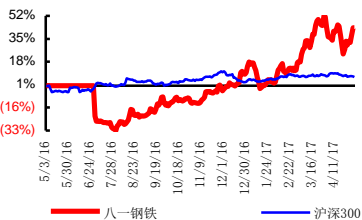
电话：021-20315223

Email：dengke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	766
流通股本(百万股)	766
市价(元)	8.68
市值(百万元)	6,653
流通市值(百万元)	6,653

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,555.45	9,889.84	16,270.80	17,627.78	18,424.56
增长率 yoy%	-48.85%	-6.31%	64.52%	8.34%	4.52%
净利润	-2,508.63	37.10	929.81	1,058.04	1,106.88
增长率 yoy%	-23.29%	101.48%	2406.00%	13.79%	4.62%
每股收益(元)	-3.27	0.05	1.21	1.38	1.44
每股现金流量	5.78	0.79	5.69	3.78	2.66
净资产收益率	277.06%	1.69%	29.73%	25.28%	20.92%
P/E	—	137.58	7.15	6.29	6.01
PEG	—	1.36	0.00	0.46	1.30
P/B	-8.34	2.32	2.13	1.59	1.26

投资要点

- **事件**：公司成功撤销退市风险警示，公司股票简称由“*ST 八钢”变更为“八一钢铁”，起始日为 2017 年 5 月 3 日；
- **疆内龙头重焕新生**：2016 年新疆全年固定资产投资同比下降 6.9%，区域内产能利用率仅为 40%。公司前三季度归母净利润为亏损 5.52 亿元，面临退市风险，然而最终实现全年扭亏。除了行业基本面复苏带动盈利回升外（四季度公司扣非净利润为 2.62 亿元），债务重组收益、政府补助、剥离南疆钢铁三方面原因最终促成公司 2016 年净利润和净资产为正值，成功摘星摘帽；
- **一季度延续高盈利态势**：春节过后在焦炭焦煤价格环比走弱，钢价持续走强背景下，3 月初行业吨钢盈利已经接近 2016 年二季度高点，虽然三月中下旬以来由于钢贸商降价去库导致产业链价格出现大幅回落，但由于盈利收缩位于季度尾声且上市钢企调价具有一定滞后性，因此一季度多数大型钢企盈利较好，价格的回落对其二季度业绩将产生一定影响。公司 2017 年一季度实现营业收入 28.38 亿元，同比增长 175.4%；归母净利润为 2.73 亿元，同比增长 220.06%，盈利继续高位运行；
- **疆内供需失衡局面迎改变契机**：疆内供给侧改革去产能有望提速，2017 年预计将加速淘汰 300 万吨落后产能。自治区 1.5 万亿固定资产投资将有效拉动钢材需求，如果计划顺利落地，根据我们的弹性测算，乐观、中性、悲观三种假设情况下，预计 2017 年疆内产能利用率将分别提高至 71.4%、61.9%、52.4%。考虑到地条钢没有统计在册的因素，最终实际产能利用率提高有望超预期，预计区域内钢企盈利提升幅度将高于行业平均水平；
- **国家战略凸显地域优势**：“一带一路”等国家战略的推进，有望带动疆内钢铁产能以及需求的释放，改善产能过剩局面。如果后期产能利用率进入上升通道，新疆相对封闭的地域特性将为公司产品价格带来较高溢价空间；
- **盈利预测与投资建议**：除受益于钢铁行业基本面复苏之外，债务重组收益、政府补助、剥离南疆钢铁三方面原因最终促成公司 2016 年净利润和净资产为正值，成功摘星摘帽。2017 年一季度公司延续高盈利态势，经营业绩持续改善趋势良好。新疆自治区 1.5 万亿固定资产投资落地，将大幅拉动区域内钢铁需求，同时供给侧改革加速推进，供给端将进一步收缩。伴随“一带一路”等国家战略的推进，有望带动疆内钢铁产能以及需求的释放，供需失衡局面将逐步改善。如果后期产能利用率进入上升通道，新疆独特的地域特性将为钢材产品价格带来较高溢价空间。公司作为区域内行业绝对龙头将充分受益，带来业绩高速增长。预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.21、1.38、1.44 元，对应 PE 分别为 7X、6X、6X，吨钢市值较小，估值处于行业底部位置，股价存在修复空间，维持“增持”评级；
- **风险提示**：利率上行过快，疆内固定资产投资低于预期。

内容目录

疆内龙头重焕新生	- 4 -
产品结构完善，成本优势明显	- 4 -
重焕新生	- 5 -
疆内供需失衡局面迎改变契机	- 7 -
供给侧改革有望加速	- 7 -
疆内需求有望触底反弹	- 8 -
国家战略凸显地域优势	- 9 -
地域特性放大供需关系	- 9 -
国家战略有望激活新疆地域优势	- 10 -
盈利预测与投资建议	- 12 -
盈利预测	- 12 -
投资建议	- 12 -
风险提示	- 13 -

图表目录

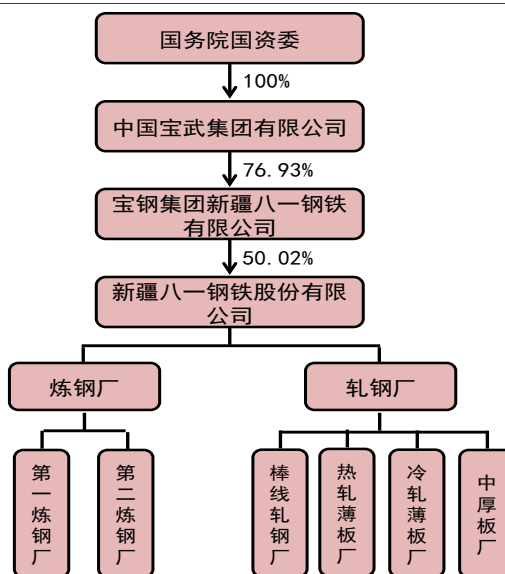
图表 1: 公司股权结构及组织结构	- 4 -
图表 2: 公司本部产能产量分布	- 4 -
图表 3: 分产品销售收入占比	- 5 -
图表 4: 分产品利润贡献占比	- 5 -
图表 5: 新疆固定资产投资增速 2012 年开始下滑	- 5 -
图表 6: 2016 年钢价大幅上涨	- 6 -
图表 7: 产品毛利率同比大幅提高	- 6 -
图表 8: 行业热轧板和螺纹钢吨钢毛利 (元/吨)	- 7 -
图表 9: 新疆地区钢铁停建项目	- 7 -
图表 10: 新疆固定资产投资完成额变化	- 8 -
图表 11: 三种假设条件下产能利用率情况	- 9 -
图表 12: 2014 年新疆粗钢产量显著回落	- 9 -
图表 13: 供需失衡导致产能利用率跳水式下降	- 10 -
图表 14: 产能利用率降低疆内外价差收敛	- 10 -
图表 15: 一带一路示意图	- 11 -
图表 16: “三步走”国际化战略	- 11 -
图表 17: 盈利弹性测算	- 12 -
图表 18: 财务预测	- 14 -

疆内龙头重焕新生

产品结构完善，成本优势明显

- 公司是经新疆维吾尔自治区人民政府于 2000 年发起设立的股份有限公司，长期专注于钢铁冶炼、轧制、加工及销售，是疆内唯一的钢铁类上市公司。2007 年宝钢集团和自治区人民政府签订增资重组八钢协议，增资 30 亿元重组八钢，宝钢集团新疆八一钢铁公司正式揭牌，由此成为公司的实际控制人。2016 年“宝武合并”，宝钢集团正式更名为“中国宝武钢铁集团有限公司”。

图表 1：公司股权结构及组织结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

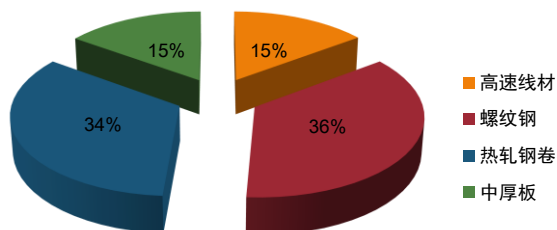
- **产品结构完善：**公司产品以高速线材、螺纹钢、热轧板、中厚板等建筑及工业用钢为主，目前具备 800 万吨粗钢产能和 830 万吨钢材产能，下设两个炼钢厂以及四个轧钢厂（棒线材 350 万吨、热轧 300 万吨、冷轧 60 万吨、中厚板 120 万吨）。根据 2016 年年报，从细分产品角度看，产量方面，建材（高速线材+螺纹钢）193.35 万吨，板材（热轧（含冷轧）+中厚板）203.83 万吨；. 收入方面，建材和板材占比平分秋色；利润贡献方面，螺纹钢和热轧钢卷占比略高。

图表 2：公司本部产能产量分布

设计产能		实际产量	2015	2016	2017E
钢	800		445	415	500
第一炼钢厂	350	181	201	235	
第二炼钢厂	450	233	214	265	
材	830	435	397	480	
棒线材	350	180	193	211	
热轧	300	134	120	158	
冷轧	60	27	33	51	
中厚板	120	61	51	60	

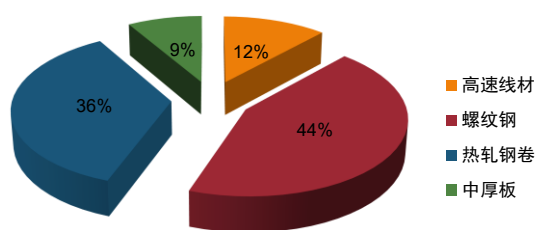
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 分产品销售收入占比



来源: 2016 年年报, 中泰证券研究所

图表 4: 分产品利润贡献占比



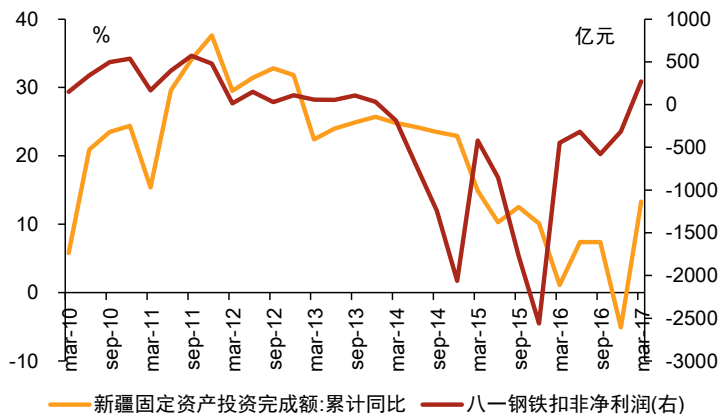
来源: 2016 年年报, 中泰证券研究所

- **背靠大股东成本优势明显:** 公司现有生产系统包括炼钢和轧钢, 矿山及炼铁等环节属于控股股东所有。因此铁水、废钢由集团供给, 定价原则为根据铁水成本和全国铁水平均成本的孰低者加 5% 以内的利润确定。集团拥有丰富的铁矿和煤炭资源, 确保了其铁水成本低于行业平均水平, 也保障了公司未来发展的低成本优势。公司的铁水定价原则使得公司虽然不直接拥有资源, 但是同样可以享受低价资源的优势。

重焕新生

- **疆内产能过剩局面依然严峻:** 新疆地理位置偏僻, 重工业发展远不及内陆地区, 自治区面积占全国 1/6, GDP 占 1/70, 钢铁产量仅占 1/100, 且长距离运输所带来的高成本使得本地所产钢材产品大部分仅能依靠疆内市场消化。从 2012 年开始, 伴随全社会固定资产投资增速下滑带来区域内钢材产品市场需求萎缩, 供需结构失衡导致地方钢厂盈利大幅下滑。以八一钢铁为例, 作为疆内钢铁行业绝对龙头 (建材市占率 40%, 板材市占率达 55%), 公司盈利与固定资产投资增速同步变化, 近几年业绩下滑严重:

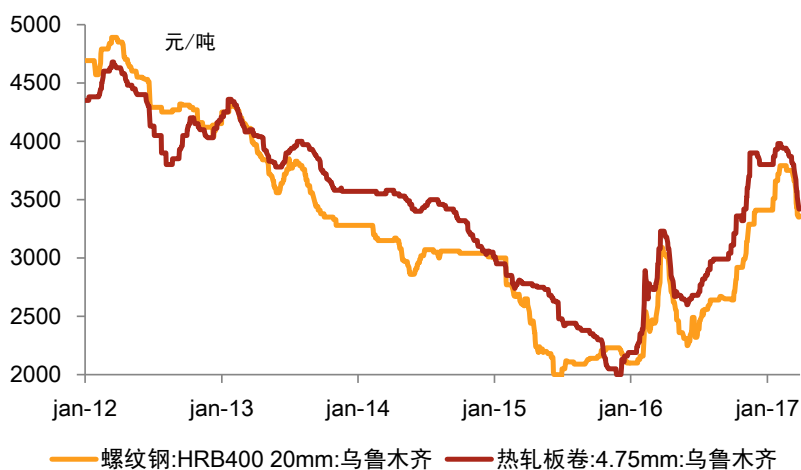
图表 5: 新疆固定资产投资增速 2012 年开始下滑



来源: Wind, 中泰证券研究所

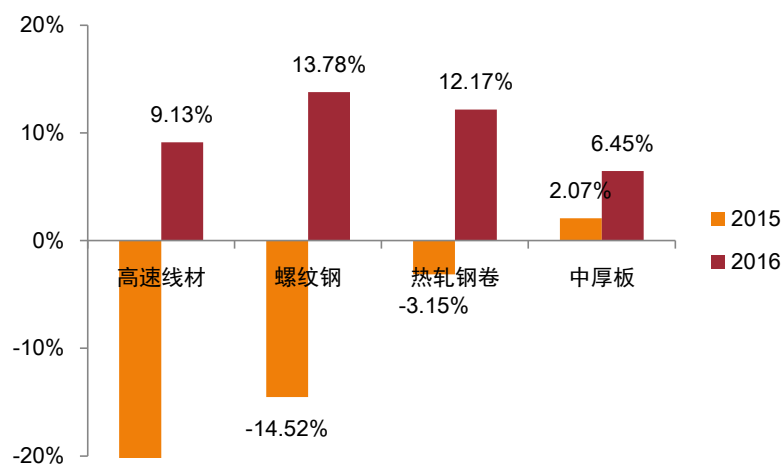
- **多方面原因促成全年大逆转：**2016 年新疆全年完成固定资产投资 9984 亿元，同比下降 6.9%，区域内产能利用率约为 40%。公司前三季度归母净利润为亏损 5.52 亿元，站在当时的时点，全年扭亏看似无望，面临退市风险。然而最终公司全年实现盈利 0.37 亿，并成功摘星摘帽。除了行业基本面复苏带动盈利回升外（四季度公司扣非净利润为 2.62 亿元），还有三方面原因促成公司全年净利润和净资产重回正值：
 - **债务重组收益：**对自身及全资子公司南疆钢铁的应付款项开展清理工作，债务重组收益 1.12 亿元计入营业外收入；
 - **政府补助：**2016 年工业企业结构调整专项奖补资金共计 2.47 亿元；
 - **剥离低效资产：**公司将全资子公司南疆钢铁 100%股权转让至控股股东八钢公司，截止到 2016 年 1-10 月南疆钢铁亏损-4.9 亿元，2016 年 12 月 28 日南疆钢铁工商登记变更手续办理完毕，公司不再持有南疆钢铁股权。

图表 6：2016 年钢价大幅上涨



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：产品毛利率同比大幅提高

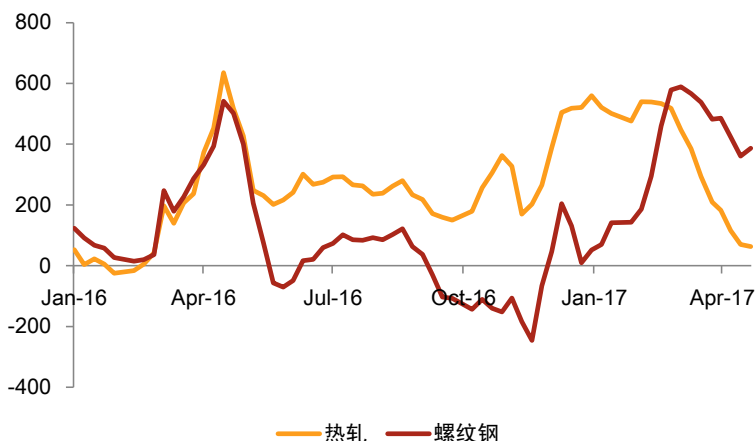


来源：2016 年年报，中泰证券研究所

- **一季度延续高盈利态势：**春节过后在焦炭焦煤价格环比走弱，钢价持续走强背景下，3 月初行业吨钢盈利已经接近 2016 年二季度高点，虽然三

月中下旬以来由于钢贸商降价去库导致产业链价格出现大幅回落，但由于盈利收缩位于季度尾声且上市钢企调价具有一定滞后性，因此一季度多数大型钢企盈利较好，价格的回落对其二季度业绩将产生一定影响。公司 2017 年一季度实现营业收入 28.38 亿元，同比增长 175.4%；归母净利润为 2.73 亿元，同比增长 220.06%，盈利继续高位运行。

图表 8：行业热轧板和螺纹钢吨钢毛利（元/吨）



来源：中泰证券研究所

疆内供需失衡局面迎改变契机

供给侧改革有望加速

- **新增产能近乎绝迹：**近几年伴随行业景气度下行，企业盈利下滑甚至是巨额亏损，因此大幅缩减资本开支，很多规划中的新建产能被迫停止，其中新疆地区合计达 1600 万吨，短期内几乎没有新增产能；

图表 9：新疆地区钢铁停建项目

新疆地区未上马、停建项目		产能
1	新疆建设兵团第一师阿拉尔钢铁项目	300万吨
2	新疆建设兵团第二师丰泰冶铸钢铁	300万吨
3	新疆建设兵团第十二师天瑞合金钢项目	100万吨
4	新疆昕昊达特种钢项目	200万吨
5	呼图壁新疆新安特钢项目	300万吨
6	阿勒泰金昊铁业项目	300万吨
7	富蕴县国恒钢铁项目	100万吨
合计		1600万吨

来源：Mysteel，中泰证券研究所

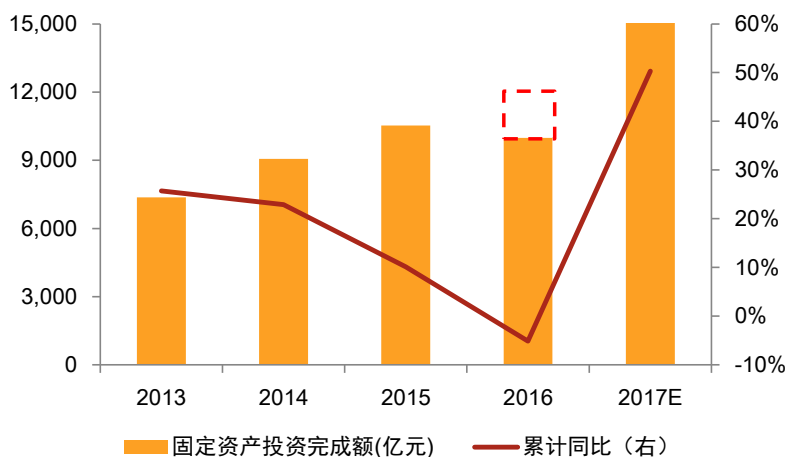
- **去产能力度有望加强：**2016 年全国淘汰钢铁产能 6500 万吨，超额完成 4500 万吨的原定目标任务。同年新疆完成钢铁去产能任务 90 万吨，仅完成“十三五”期间淘汰 700 万吨落后产能目标的 13%，工作推进力度有待加强。2017 年预计将加速淘汰 300 万吨落后产能，疆内产能规模有望缩减至 2100 万吨左右。此外，国家政府层面明确要求，要将依法依

规彻底取缔“地条钢”作为钢铁去产能的首要任务，并明确了彻底取缔“地条钢”的截止日期为今年6月30日。新疆目前有约400万吨地条钢产能，由于并不在官方产能统计范围之内，因此如果取缔行动得以顺利推进，可以有效提升实际产能利用率，供需失衡局面有望得到缓解。

疆内需求有望触底反弹

- 投资大增引动需求增长预期：**今年2月初新疆政府发布2017年《政府工作报告》，提出2017年将加大基建投资力度，力争实现全社会固定资产投资1.5万亿以上，同比大幅增长50.3%。具体用于交通、水利、能源等重点的基建项目，其中公路建设投资2000亿元、铁路建设投资347亿元、机场建设投资143.5亿元、网络信息化建设投资100亿元以上、水利建设投资360亿元、“电化新疆”建设投资1810亿元以上。如果投资能按计划落地，将会拉动相关工业品需求；
- 看似激进实为弥补缺口：**从历史数据来看，2016年新疆地区固定资产投资完成额出现了反常的负增长（-5.1%），仅完成了近1万亿，远低于当年政府工作报告中12%的目标增速，主要由政府换届所带来的政策不稳定所致。如果按照设定目标，也就意味着2016年应当完成1.18万亿元投资，缺口为1800亿。按照12%增速外推，2017年应当完成1.3万亿投资，加上缺口部分基本接近今年提出的目标额度，因此看似惊人的投资目标增速实为弥补去年的缺口部分；

图表 10：新疆固定资产投资完成额变化



来源：Wind，中泰证券研究所

- 政策落地将大幅拉动需求增长：**2016年疆内钢铁需求量1000万吨，产能2470万吨，考虑到区域相对封闭，产量近似等于需求，产能利用率约为40%，远低于全国75%的平均水平，产能过剩形势严峻。按照政府规划，如果2017年1.5万亿全社会固定资产投资计划落地，根据我们的弹性测算，乐观假设情况下预计全年将拉动钢铁需求1500万吨，产能利用率71.4%，同比增加31.4%；中性假设下预计将拉动相应需求1300万吨，产能利用率61.9%，同比增加21.9%；基于资金落实、项目实施等不确定性问题，悲观假设下预计将拉动相应需求1100万吨，产能利用率52.4%，同比增加12.4%。不同假设条件下，产能利用率均有不同程度的增加，

考虑到地条钢没有统计在册的因素，实际产能利用率有望高于测算值，预计区域内钢企盈利提升幅度将高于行业平均水平。

图表 11：三种假设条件下产能利用率情况

假设条件	需求 (万吨)	同比增速 (%)	产能 (万吨)	产能利用率 (%)
悲观	1100	10%	2100	52.4%
中性	1300	30%	2100	61.9%
乐观	1500	50%	2100	71.4%

来源：中泰证券研究所

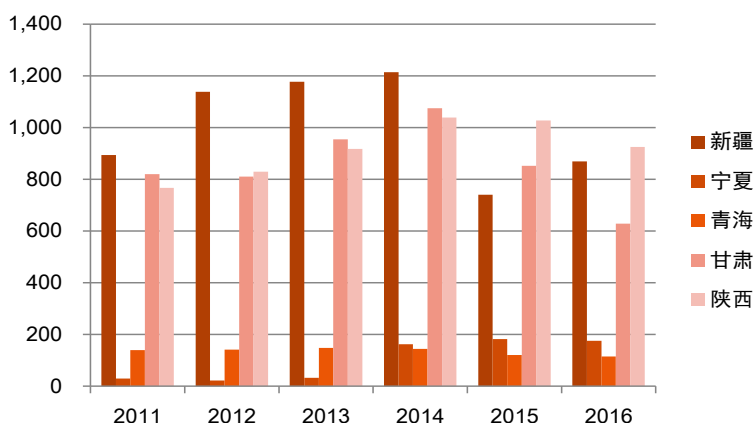
- **小结：**疆内供给侧改革去产能有望提速，投资大幅增长将有效拉动钢材需求，考虑到地条钢没有统计在册的因素，最终实际产能利用率提高有望超预期，预计区域内钢企盈利提升幅度将高于行业平均水平。

国家战略凸显地域优势

地域特性放大供需关系

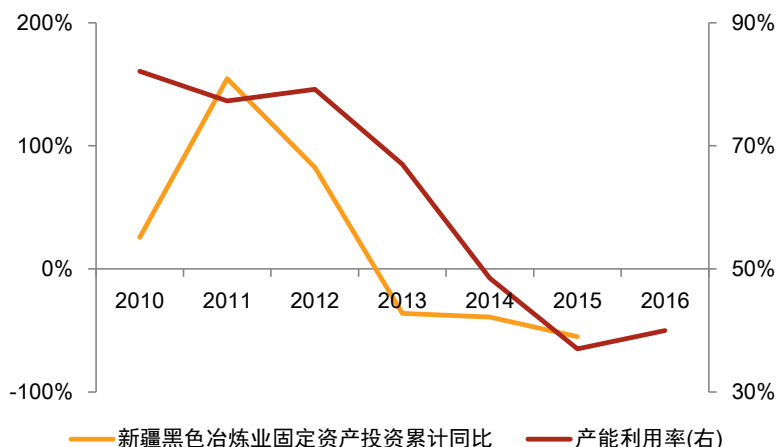
- **市场相对封闭：**新疆远离内地省区，地域辽阔人烟稀少，工业发展远不如内地，当地用钢需求有限，周边邻近地区宁夏、甘肃等地区需求同样偏弱，且距离相对较远，长途运输成本制约着疆内钢材外运，同时疆外钢材进入疆内市场销售同样困难。公司作为疆内唯一上市钢企，销售市场主要在疆内（占总营收 83%），直接及外来竞争对手较少，为公司提供了较为宽松的发展空间。与西北其他四省相比，2014 年之前新疆地区粗钢产量长期位居西北地区首位，近几年受宏观经济下行以及严峻的维稳形势影响，疆内固定资产投资和建设严重滞后，钢铁需求迅速萎缩，粗钢产量出现了显著回落。供给端方面，2011 年疆内黑色冶炼业固定资产投资增速达到高位并开始拐头向下，根据行业两年左右产能投放周期（考虑到新疆冬季停工因素，周期或有所延长），2013-14 年有大量新增产能投放，直接导致产能利用率出现跳水式下降；

图表 12：2014 年新疆粗钢产量显著回落



来源：Wind，中泰证券研究所

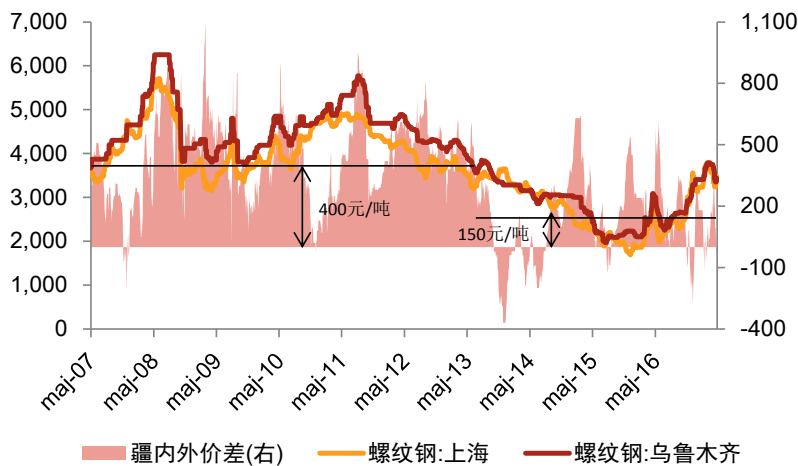
图表 13: 供需失衡导致产能利用率跳水式下降



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 地域特性放大供需关系:** 由于地处偏远, 市场相对封闭, 正常情况下, 疆内钢价相比疆外有一定溢价空间。根据产能利用率的高低, 我们可以将 2007 年至今划分为两个阶段, 第一阶段 2007-2013 年, 疆内外螺纹钢平均价差约 400 元/吨, 第二阶段 2014 年至今, 平均价差约 150 元/吨。结果表明, 2014 年之前产能利用率较高的时间段, 价差会比较大, 2014 年之后价差明显收敛, 甚至出现负值。因此如果后期产能利用率进入上升通道, 区域优势将为公司产品价格带来较高溢价空间。

图表 14: 产能利用率降低疆内外价差收敛



来源: Wind, 中泰证券研究所

国家战略有望激活新疆地域优势

- 国家战略凸显新疆核心价值:** 近几年我国积极倡导推动“一带一路”发展战略, 得到了沿线各国的积极响应和支持, 亚投行顺利筹建, 各项务实合作逐步展开。新疆作为中国大陆西部门户, 独特的区位优势为其带来了难得的历史机遇。国家已明确新疆要建设丝绸之路经济带核心区, 成为交通枢纽中心、商贸物流中心、科教文化中心;

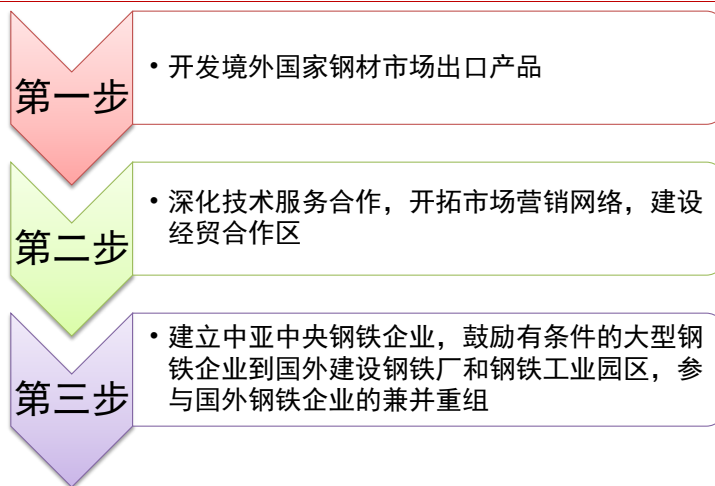
图表 15: 一带一路示意图



来源: 网络资料

- 开拓境外市场需求:**《新疆维吾尔自治区钢铁工业“十三五”发展规划》提出要实施“三步走”国际化战略，其中第一步为开发哈萨克斯坦、伊朗、巴基斯坦等国钢材市场出口产品。当前，中亚国家正处于快速发展的时期。一方面，近年来城镇化进程速度加快，配套的基础设施建设对钢材的需求量较大，而其国内的钢铁产量大多不能满足市场需求；另一方面，如果中亚地区能够承接中国的钢铁产业，不仅可以帮助其国内的经济建设，还能减少贸易逆差；

图表 16: “三步走”国际化战略



来源: 政府网站, 中泰证券研究所

- 产能“走出去”:**近年来，新疆钢铁产能严重过剩一直是全国关注的热点问题。2015 年随着疆内产能利用率跌破 40% 大关，钢企出现大幅亏损，南疆地区三家大型钢铁企业——山东喀钢、八钢拜城和新兴钢铁相继宣布停产。供给侧改革除了常规的淘汰落后产能外，考虑到新疆的地理地缘优势，国家也在积极推动产能向境外转移，破解供需失衡困局。钢铁

行业属于劳动密集型产业，在中亚国家发展能够解决当地突出的就业问题。因此，中国钢铁产业向中亚转移，对于扩大中亚经济规模、优化经济结构、改善民生都具有十分重要的意义；

- **小结：“一带一路”等国家战略的推进，有望带动疆内钢铁产能以及需求的释放，改善产能过剩局面。如果后期产能利用率进入上升通道，新疆相对封闭的地域特性将为公司产品价格带来较高溢价空间。**

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 9.30 亿元、10.58 亿元、11.07 亿元，增速分别为 2406.00%、13.79%、4.62%。折合 EPS 分别为 1.21、1.38、1.44 元。

投资建议

- 除受益于钢铁行业基本面复苏之外，债务重组收益、政府补助、剥离新疆钢铁三方面原因最终促成公司 2016 年净利润和净资产为正值，成功摘星摘帽。2017 年一季度公司延续高盈利态势，经营业绩持续改善趋势良好。新疆自治区 1.5 万亿固定资产投资落地，将大幅拉动区域内钢铁需求，同时供给侧改革加速推进，供给端将进一步收缩。伴随“一带一路”等国家战略的推进，有望带动疆内钢铁产能以及需求的释放，供需失衡局面将逐步改善。如果后期产能利用率进入上升通道，新疆独特的地域特性将为钢材产品价格带来较高溢价空间。公司作为区域内行业绝对龙头将充分受益，带来业绩高增长。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.21、1.38、1.44 元，对应 PE 分别为 7X、6X、6X，吨钢市值较小，估值处于行业底部位置，股价存在修复空间，维持“增持”评级。

图表 17: 盈利弹性测算

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	钢材产量(万吨)	吨钢市值(万元)
600569.SH	安阳钢铁	68	840	0.08
600782.SH	新钢股份	95	900	0.11
000761.SZ	本钢板材	157	1413	0.11
600581.SH	八一钢铁	67	485	0.14
601003.SH	柳钢股份	106	666	0.16
600231.SH	凌钢股份	78	470	0.17
600808.SH	马钢股份	232	1378	0.17
600282.SH	南钢股份	140	773	0.18
000709.SZ	河钢股份	537	2896	0.19
000898.SZ	鞍钢股份	381	1972	0.19
000717.SZ	韶钢松山	119	560	0.21
000825.SZ	太钢不锈	249	1040	0.24
600507.SH	方大特钢	93	360	0.26
000959.SZ	首钢股份	407	1559	0.26
600022.SH	山东钢铁	226	855	0.26
600307.SH	酒钢宏兴	180	627	0.29
000708.SZ	大冶特钢	54	182	0.29
002110.SZ	三钢闽光	180	530	0.34
600117.SH	西宁特钢	55	120	0.46
000778.SZ	新兴铸管	290	616	0.47
600126.SH	杭钢股份	198	420	0.47
600019.SH	宝钢股份	1388	2711	0.51
600010.SH	包钢股份	977	1207	0.81
002075.SZ	沙钢股份	356	315	1.13
600399.SH	抚顺特钢	93	50	1.85

来源：中泰证券研究所

风险提示

- 利率上行过快，疆内固定资产投资低于预期。

图表 18: 财务预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	20,636	10,555	9,890	16,271	17,628	18,425	货币资金	436	664	798	4,559	13,044	21,010
增长率	-11.03%	-48.9%	-6.3%	64.5%	8.3%	4.5%	应收账款	547	385	2,890	3,332	2,385	1,943
营业成本	-20,327	-11,587	-8,892	-14,200	-15,336	-16,026	存货	3,492	1,349	948	2,140	2,101	1,976
% 销售收入	98.5%	109.8%	89.9%	87.3%	87.0%	87.0%	其他流动资产	904	72	1	7	6	6
毛利	309	-1,031	998	2,071	2,292	2,398	流动资产	5,378	2,470	4,636	10,038	17,536	24,935
% 销售收入	1.5%	-9.8%	10.1%	12.7%	13.0%	13.0%	% 总资产	25.3%	13.5%	42.1%	86.9%	127.2%	156.9%
营业税金及附加	-32	-28	-64	-71	-84	-90	长期投资	0	2	0	0	0	0
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	固定资产	15,694	14,999	6,363	1,511	-3,757	-9,051
营业费用	-1,187	-544	-433	-792	-837	-871	% 总资产	73.9%	82.1%	57.8%	13.1%	-27.3%	-57.0%
% 销售收入	5.8%	5.2%	4.4%	4.9%	4.8%	4.7%	无形资产	102	103	9	0	0	0
管理费用	-397	-284	-345	-482	-545	-574	非流动资产	15,850	15,799	6,375	1,515	-3,753	-9,047
% 销售收入	1.9%	2.7%	3.5%	3.0%	3.1%	3.1%	% 总资产	74.7%	86.5%	57.9%	13.1%	-27.2%	-56.9%
息税前利润 (EBIT)	-1,307	-1,887	157	726	825	863	资产总计	21,228	18,269	11,012	11,553	13,783	15,888
% 销售收入	-6.3%	-17.9%	1.6%	4.5%	4.7%	4.7%	短期借款	5,663	5,488	5,911	440	440	440
财务费用	-545	-457	-332	0	0	0	应付款项	11,925	12,093	2,727	7,776	8,865	9,794
% 销售收入	2.6%	4.3%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	60	57	176	169	204	222
资产减值损失	-245	-165	-141	0	0	0	流动负债	17,649	17,638	8,814	8,386	9,509	10,456
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,904	1,485	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1	其他长期负债	1	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	3.0%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	19,554	19,123	8,814	8,386	9,509	10,456
营业利润	-2,098	-2,509	-316	727	826	864	普通股股东权益	1,600	-905	2,197	3,127	4,185	5,292
营业利润率	-10.2%	-23.8%	-3.2%	4.5%	4.7%	4.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	27	54	353	199	226	238	负债股东权益合计	21,228	18,269	11,012	11,553	13,783	15,888
税前利润	-2,071	-2,455	37	926	1,052	1,102							
利润率	-10.0%	-23.3%	0.4%	5.7%	6.0%	6.0%							
所得税	36	-53	0	4	6	5							
所得税率	—	-2.2%	0.0%	-0.4%	-0.6%	-0.4%							
净利润	-2,035	-2,509	37	930	1,058	1,107	比率分析						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	-2,035	-2,509	37	930	1,058	1,107	每股指标						
净利率	-9.9%	-23.8%	0.4%	5.7%	6.0%	6.0%	每股收益(元)	-2.655	-3.273	0.048	1.213	1.380	1.444
							每股净资产(元)	2.088	-1.181	2.867	4.080	5.461	6.905
							每股经营现金流(元)	-1.446	5.781	0.788	5.694	3.781	2.657
							每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	-127.14%	277.06%	1.69%	29.73%	25.28%	20.92%
							总资产收益率	-9.62%	-13.77%	0.34%	8.08%	7.73%	7.03%
							投入资本收益率	-14.71%	-35.69%	2.14%	-73.54%	-9.86%	-5.67%
							增长率						
							营业总收入增长率	-11.03%	-48.85%	-6.31%	64.52%	8.34%	4.52%
							EBIT增长率	-345.84%	-44.36%	108.30%	363.47%	13.62%	4.61%
							净利润增长率	-6195.39%	-23.29%	101.48%	2406.00%	13.79%	4.62%
							总资产增长率	-5.66%	-13.88%	-39.56%	4.92%	19.30%	15.28%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.3	1.0	0.6	0.7	0.7	0.7
							存货周转天数	64.5	76.2	47.1	55.0	50.0	45.0
							应付账款周转天数	114.4	236.4	192.7	130.0	130.0	130.0
							固定资产周转天数	268.3	523.6	389.8	90.4	-16.8	-116.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	445.63%	-696.80%	232.68%	-131.71%	-301.14%	-388.69%
							EBIT利息保障倍数	-2.4	-4.1	0.5	—	—	—
							资产负债率	92.43%	104.97%	80.04%	72.84%	69.44%	66.39%

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。