

## 中联重科(000157)/工程机械

## 116 亿出售环境产业 80% 股权

## 战略聚焦工程机械、农业机械

**评级：增持（维持）**

市场价格：4.27

目标价格：5.0-5.5

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：范炜

Email: fanwei@r.qizq.com.cn

联系人：朱荣华

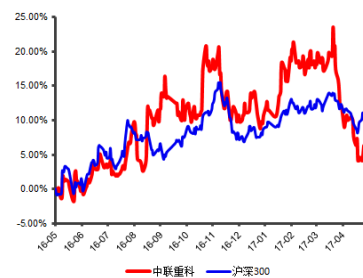
Email: zhurh@r.qizq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	7,664.13
流通股本(百万股)	6,264.11
市价(元)	4.27
市值(百万元)	32725.83
流通市值(百万元)	26747.74

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

公司点评：《中联重科（000157）：

2017 年业绩有望重回上升通道》

2017-4-5

公司深度：《三一重工（600031）：

受益一带一路、军民融合；对标美国卡特彼勒，工程机械龙头，王者归来！》2017-5-7

公司深度：《徐工机械（000425）：

受益“一带一路”、PPP、国企改革，汽车起重机龙头，业绩有望超预期》

2017-4-25

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20,753.35	20,022.52	24,303.33	28,908.81	33,915.82
增长率 yoy%	-19.72%	-3.52%	21.38%	18.95%	17.32%
净利润(百万元)	83.47	-933.70	808.6	1,534.96	2,547.94
增长率 yoy%	-85.95%	-1218.64%	186.58%	89.89%	65.99%
每股收益(元)	0.01	-0.12	0.11	0.20	0.33
每股现金流量	-0.44	0.28	-0.44	-0.17	0.34
净资产收益率	0.20%	-2.44%	2.22%	4.04%	6.28%
P/E	491	-	40	21	13
PEG	-	-	0.22	0.24	0.19
P/B	1.01	0.95	0.90	0.86	0.81

备注：

**投资要点**
**■ 116 亿出售环境产业 80% 股权；环境产业去年净利润 7.55 亿，PE 19 倍**

5月21日，公司与受让方签订了《股权转让协议》。拟以116亿元的价格向受让方转让全资子公司环境产业公司80%的股权。其中盈峰控股受让51%，粤民投受让4%，弘创投资受让21.55%，绿联君和受让3.44%。

根据公司公告模拟财务报表，2016年环境产业收入56亿元，同比增长24%；净利润7.55亿元，同比增长9.22%，净利润率为13.47%。截至2016年末，总资产92.48亿元，总负债61.61亿元，净资产30.87亿元。

本次出售环境产业公司80%股权，交易对价为116亿元，对应整体估值水平为145亿元，较环境产业公司截至2016年底经审计的模拟净资产30.9亿元增值369.3%，对应环境产业公司2016年模拟净利润的19.2倍。

本次交易公司将取得116亿元的现金，资产流动性将得到改善。经初步估算，本次交易将实现91.31亿元税前利润。同时，资产负债率将明显下降，财务杠杆率得到改善，财务稳健性大大提高，持续发展能力更强。

**■ 战略聚焦工程机械和农业机械，做优做强核心业务**

本次交易将为未来业务发展提供充足的资金储备。公司将更加聚焦工程机械和农业机械，有利于进一步做大做强，并逐步实现国际化发展战略。

**(1) 工程机械：16年下半年逐步回暖，公司17年有望扭亏为盈。**随着我国继续加强对重大项目、农村公共基础设施建设的投入以及“一带一路”项目启动，加上存量设备进入更新迭代高峰期，2016年下半年工程机械行业逐步回暖。从复苏周期上来看，首先回暖的是挖掘机等土方设备，2016 Q4 起重机销量开始反弹，2017 Q1 传导到混凝土和基础施工产品。公司为国内混凝土机械、汽车起重机等综合工程机械龙头，2017年一季度收入同比大幅增长74%，实现净利润8257万元。2017年公司有望扭亏为盈。

**(2) 农业机械：受益农业规模化、农机补贴，保持行业增速以上水平的增长。**随着农业供给侧结构性改革的深入推进和农村土地流转的加快，农业全程机械化水平进一步提高，带动农机行业规模的持续提升。国家对农机购置补贴政策导向对中高端、绿色环保农机产品的支持。公司作为国内农机产品创新研发领军企业，我们判断将保持行业增速以上水平的增长。

**■ 海外市场开拓稳中有进，受益“一带一路”国家战略**

“一带一路”将明显带动公司海外市场业务。目前公司重点布局白俄罗斯、东南亚等“一带一路”沿线市场。2016年公司海外业务取得长足进展，对于海外并购，公司表示还将继续关注工程机械、农业机械行业的机会，以达到实现国际化的发展和促进公司产业升级的目标。

■ 暂不考虑本次资产出售，预计公司2017-2019年业绩为0.11元/0.20元/0.33元，对应PE为40/21/13倍；本次出售公司将获得大量现金。维持“增持”评级。

■ 风险提示：工程机械需求下滑风险、公司农机业务发展低于预期风险。

## 内容目录

<b>一、116 亿出售环境产业 80% 股权；环境产业去年净利润 7.55 亿</b> .....	<b>3</b>
(1) 116 亿出售环境产业 80% 股权.....	3
(2) 环境产业去年净利润 7.55 亿，本次出售对应 PE 19.2 倍.....	3
(3) 收购方实力雄厚：盈峰控股、粤民投、弘创投资、绿联君和.....	3
(4) 环境业务：出售实现产业协同、推动环境业务板块进一步发展.....	4
(5) 资产流动性大幅改善，持续发展能力增强.....	5
<b>二、战略聚焦工程机械和农业机械，做优做强核心业务</b> .....	<b>5</b>
(1) 工程机械 16 年下半年逐步回暖，公司 17 年有望走出亏损.....	5
(2) 农业机械：受益农业现代化，保持行业增速以上水平的增长.....	6
<b>三、2016 年营收企稳，2017 年一季度业绩扭亏为盈</b> .....	<b>6</b>
(1) 2016 年营收基本企稳，农机+环卫营收占比接近 50%.....	6
(2) 公司综合毛利率略有下降.....	7
(3) 公司员工结构改善，自主创新引领行业发展.....	8
(4) 公司资产质量得到进一步提升，经营性现金流明显好转.....	9
<b>四、海外市场开拓稳中有进，受益“一带一路”国家战略</b> .....	<b>10</b>
<b>五、投资建议</b> .....	<b>10</b>
<b>六、风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 一、116 亿出售环境产业 80% 股权；环境产业去年净利润 7.55 亿

### (1) 116 亿出售环境产业 80% 股权

- 5 月 21 日，公司与受让方签订了《股权转让协议》。拟以 116 亿元的价格向受让方转让全资子公司环境产业公司 80% 的股权。其中盈峰控股受让 51%，粤民投受让 4%，弘创投资受让 21.55%，绿联君和受让 3.44%。
- 本次交易完成后，公司将持有环境产业公司 20% 股权，环境产业公司不再纳入公司合并报表范围，剩余股权预计将通过权益法核算。

### (2) 环境产业去年净利润 7.55 亿，本次出售对应 PE 19.2 倍

- 根据公司公告的模拟财务报表。2016 年环境产业收入 56 亿元，同比增长 24%；净利润 7.55 亿元，同比增长 9.22%，净利润率为 13.47%。截至 2016 年末，环境板块总资产 92.48 亿元，总负债 61.61 亿元，资产负债率 66.62%。
- 本次出售环境产业公司 80% 股权，交易对价为 116 亿元，对应环境产业公司整体估值水平为 145 亿元，较环境产业公司截至 2016 年 12 月 31 日经审计的模拟净资产 30.9 亿元增值幅度为 369.3%，对应环境产业公司 2016 年模拟净利润的 19.2 倍。
- 公司拟先将环卫业务部门的业务和资产注入公司全资子公司环境产业公司，注入完成后，该板块从事环卫机械、固废分拣和处理、生活垃圾处理，并涉及城镇环境治理综合投资、运营项目，主要为环境治理提供设备和运营服务。2016 年，公司环境板块业务实现营业收入 56.07 亿元，实现净利润 7.55 亿元，净利润率为 13.47%。

**图表 1：环境产业公司最近两年的主要模拟汇总财务数据（假设内部重组于 2015 年 1 月 1 日完成）**

项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
资产总额	7,092,530,152.28	9,247,832,394.70
负债总额	4,885,581,321.06	6,161,104,514.15
应收账款	3,349,478,893.52	4,587,139,662.21
净资产	2,206,948,831.22	3,086,727,880.55
	<b>2015 年度</b>	<b>2016 年度</b>
营业收入	4,532,347,627.60	5,606,714,113.36
营业利润	805,275,044.09	886,724,189.84
净利润	691,732,020.86	755,498,921.34

来源：公司公告，中泰证券研究所

### (3) 收购方实力雄厚：盈峰控股、粤民投、弘创投资、绿联君和

- 盈峰控股是于佛山注册成立的有限责任公司。盈峰控股成立于 2002 年 4 月 19 日，主要通过股权投资参、控股相关企业的方式涉足制造业、零售业和金融业三个领域。制造业主要包括漆包线、风机以及粉末冶金产

品的生产销售，零售业主要包括孕婴童用品连锁经销，金融业主要包括私募股权投资及证券投资等资本运作项目。其主要股东及实际控制人为何剑锋先生。截至 2016 年 12 月 31 日，盈峰控股的总资产为人民币 1,279,778 万元，净资产为人民币 551,014 万元；2016 年度，盈峰控股的营业收入为人民币 474,429 万元，净利润为人民币 45,204 万元。

- 粤民投是于广州注册成立的有限合伙企业，系为本次交易专门设立的主体，其实际控制人为广东民营投资股份有限公司。截至 2016 年 12 月 31 日，广东民营投资股份有限公司的总资产为人民币 1,613,426 万元，净资产为人民币 1,606,380 万元；2016 年度，广东民营投资股份有限公司的营业收入为人民币 0 元，净利润为人民币 13,013 万元。
- 弘创投资是于深圳注册成立的有限合伙企业，主营业务为投资管理、股权投资、投资咨询等，截至 2016 年 12 月 31 日，弘创投资的总资产为人民币 93,301 万元，净资产为人民币 69,196 万元；弘创投资 2016 年度营业收入为人民币 0 元，净利润为人民币 11,243 万元；弘创投资截至 2017 年 3 月 31 日的净资产为人民币 57,964 万元。由于公司董事赵令欢先生担任弘创投资的执行事务合伙人委派代表，且担任弘创投资的执行事务合伙人弘毅投资（深圳）有限公司的董事长、总经理、法定代表人，公司根据《上市规则》第 10.1.3 条（三）项的规定认为弘创投资系公司的关联法人。
- 绿联君和是于上海注册成立的有限合伙企业，主营业务为股权投资管理、股权投资。截至 2016 年 12 月 31 日，绿联君和的总资产为人民币 95,260 万元，净资产为人民币 95,179 万元；自 2016 年 11 月 9 日至 2016 年 12 月 31 日的期间，绿联君和的营业收入为人民币 0 元，净利润为人民币 -1,121 万元。公司的全资子公司中联资本有限责任公司作为绿联君和的有限合伙人，认缴绿联君和出资额 5 亿元人民币；同时中联资本有限责任公司作为有限合伙人，认缴绿联君和的普通合伙人上海绿联君和股权投资管理中心（有限合伙）100 万元的出资额。

#### **(4) 环境业务：出售实现产业协同、推动环境业务板块进一步发展**

- 近年来，随着国家政策支持力度提升，资本、资源和人才向环境产业聚集，环境产业保持较快增长势头。从国际经验来看，实现环境装备制造和环境服务的产业协同是环境产业公司战略发展的必然趋势。全球领先的环境产业公司均以装备制造作为竞争优势、以环境运营作为收入主要来源，实现产业协同。
- 公司在环境装备领域占据市场领先地位，主导产品市场占有率长期位居首位，竞争优势明显。为进一步取得业务突破，公司必须进行产业链延伸，向环境运营等领域拓展。相比装备制造，环境运营要求服务提供方具有丰富的运营经验、雄厚的资金实力、强有力的落地资源与丰富的异地扩张经验。公司在制造领域经验丰富，但在运营领域起步相对较晚，仅依靠自身积累，短期内难以为环境运营业务的快速发展提供充足的支持。
- 过去十余年间，环境产业公司取得了长足的发展，通过引入运营经验丰富、资金实力雄厚以及项目资源广泛的新股东，可以更加有效的发挥在环境装备制造方面既有的领先优势，产生明显的协同效应，确保环境产



业公司继续保持高速发展，实现在新形势下的第二次腾飞，成为国内领先的环境装备制造和环境项目的投资和运营商。

#### (5) 资产流动性大幅改善，持续发展能力增强

- 从财务指标角度来看，通过本次交易，公司将取得 116 亿元的现金，公司的资产流动性将大大得到改善。若不考虑期权的公允价值，且不考虑剩余股权公允价值的调整，同时假设营运资本维持在 2016 年 12 月 31 日的水平，经初步估算，本次交易将实现 91.31 亿元税前利润。同时，公司资产负债率将明显下降，财务杠杆率将得到改善，公司财务稳健性将大大提高，公司持续发展能力更强。

## 二、战略聚焦工程机械和农业机械，做优做强核心业务

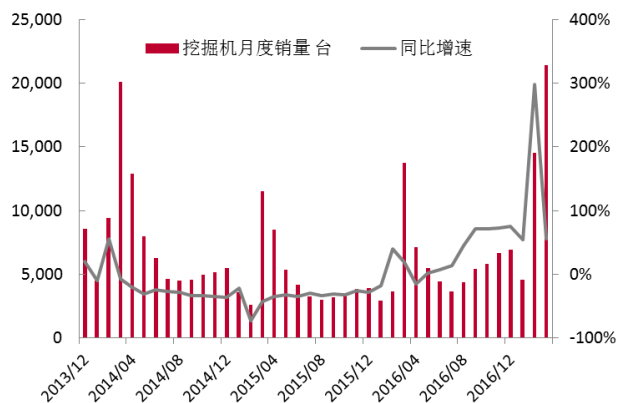
- 本次交易将大大增强公司的资金实力，为公司未来的业务发展提供充足的资金储备。公司将更加聚焦工程机械和农业机械的业务发展，有利于进一步做大做强工程机械和农业机械业务，并逐步实现国际化发展战略。
- 本次交易也将有利于公司聚焦于其他核心业务。从工程机械板块来看，随着我国继续加强对重大项目、农村公共设施建设的投入以及“一带一路”项目启动，加上存量设备进入更新迭代高峰期，工程机械行业将持续回暖。同时，从农业机械板块来看，随着农业供给侧结构性改革的深入推进和农村土地流转的加快，农业全程机械化水平将进一步提高，带动农机行业规模的持续提升。

#### (1) 工程机械 16 年下半年逐步回暖，公司 17 年有望走出亏损

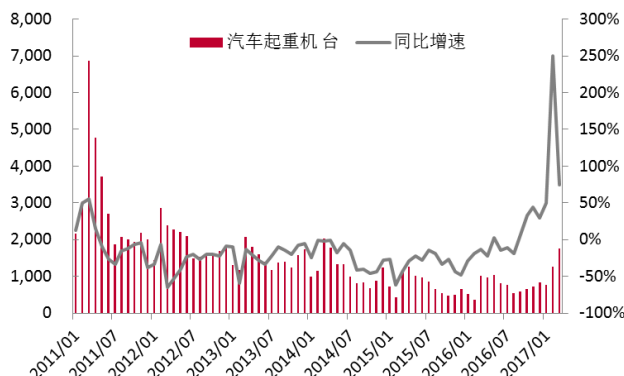
- 2016 年下半年工程机械行业逐步回暖。从复苏周期上来看，首先回暖的是挖掘机等土方设备，2016Q4 起重机销量开始反弹，2017Q1 传导到混凝土和基础施工产品。
- 2017 年 2 月份，国内挖掘机销量达 14530 台，同比增长 297.6%；汽车起重机销量达 1266 台，同比增长 249.7%；推土机销量 470 台，同比增长 319.6%。2016 年下半年到 2017 年初工程机械行业的高增长，主要有三方面的原因：一是同比基数较低；二是基建和地产带动的新增需求；三是工程机械的更新需求。在下游行业保持稳定投资增速的前提下，未来行业有望继续稳健回升。
- 公司作为国内混凝土机械、汽车起重机的龙头，受益于行业的复苏，2017 年全年销量有望达到 50% 左右的增长。

图表 2：挖掘机销量 2016 年下半年开始回暖

图表 3：2016 年 Q4 汽车起重机销量增速明显



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

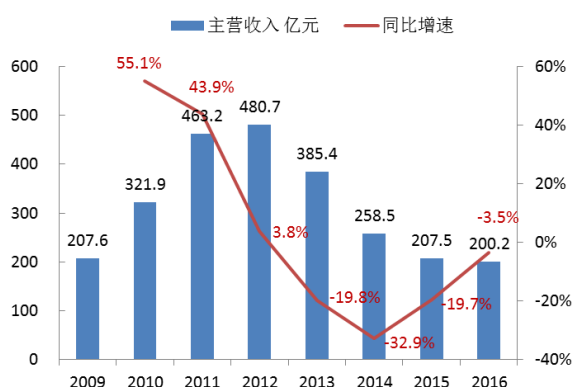
## (2) 农业机械：受益农业现代化，保持行业增速以上水平的增长

- 随着农业供给侧结构性改革的深入推进和农村土地流转的加快，农业全程机械化水平将进一步提高，带动农机行业规模的持续提升。农机购置补贴政策导向对中高端、绿色环保农机产品的支持，将加大大型甘蔗收获机、棉花采收机补贴力度，对深松整地、免耕播种、高效植保、节水灌溉、秸秆还田离田、残膜回收等绿色产品实行敞开补贴政策。预计国家政策支持的新型农业机械将加快增长，中小型普通农机等产能相对过剩的产品将延续下降趋势。
- 2017年国家安排用于农机购置补贴的中央资金压减至186亿元，同比减少50亿元，并将继续稳步实施农机新产品补贴试点。公司作为国内农机产品创新研发领军企业，我们判断将保持行业增速以上水平的增长。

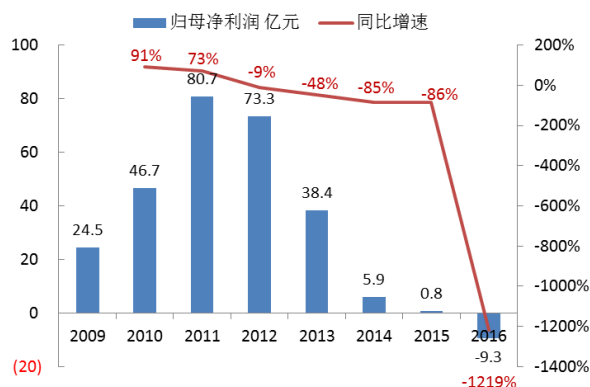
## 三、2016年营收企稳，2017年一季度业绩扭亏为盈

### (1) 2016年营收基本企稳，农机+环卫营收占比接近50%

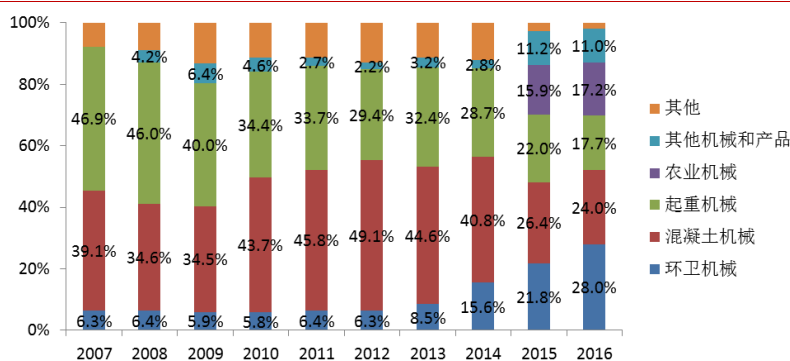
- 2016年公司实现营业收入200.23亿元，同比下降3.52%（其中上半年同比下降14.83%，下半年同比增长8.20%）；归母净利润为-9.34亿元，每10股派发现金红利1.5元。公司2016年经营亏损主要由于工程机械板块积极稳妥化解存量风险、严控新增风险、员工离职补偿增加、转型升级的战略投入等因素影响。
- 从业务板块来看，工程机械板块继续下滑，同比下降14.63%（其中上半年同比下降27.8%，下半年降幅收窄到2.5%）。分产品来看，全年混凝土机械收入48.13亿元，同比下降12.12%；起重机收入35.40亿元，同比下降22.59%；其他机械和产品收入22.02亿元，同比下降4.83%。
- 公司农业机械实现营收34.52亿元，同比增长4.75%；环境产业实现营收56亿元，同比增长24%。农业机械、环境产业两大新兴板块已成为新的业绩增长点，两板块营收之和占比已接近50%。
- 2017年一季度，公司实现收入52.75亿元，同比大幅增长74.45%。实现净利润8257万元，扭亏为盈。

**图表 4: 公司 2016 年营收企稳, 同比跌幅收窄明显**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 公司净利润历史首次为负**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

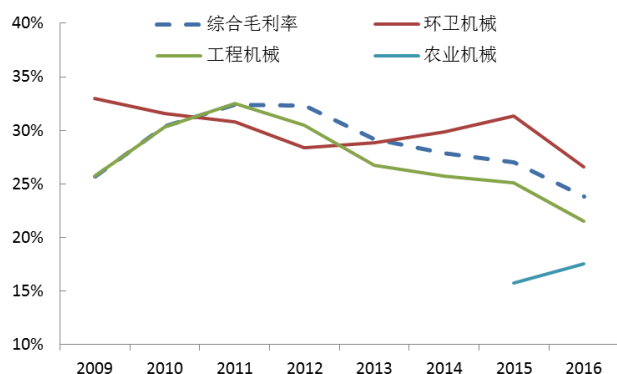
**图表 6: 农机+环卫营收占比不断提升, 2016 年接近 50%**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

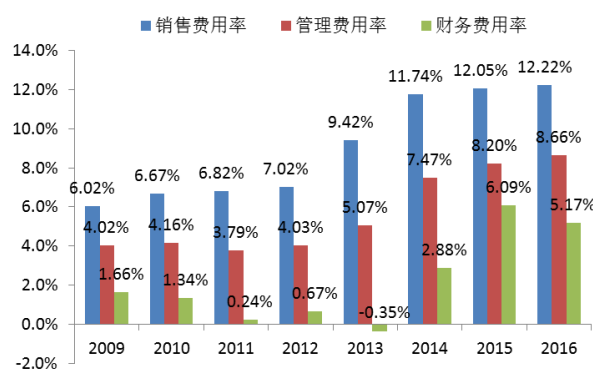
## (2) 公司综合毛利率略有下降

- 公司 2016 年主营产品综合毛利率为 23.86%，同比减少 3.16 pct，主要原因是工程机械板块的毛利率下滑。分行业看，工程机械、环卫机械和农业机械的毛利率分别是 21.5%、26.6%和 17.6%，同比-3.54 pct、-4.75 pct 和+1.77 pct。
- 2016 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 12.22%、8.66%和 5.17%，同比+0.17 pct、+0.46 pct 和-0.92 pct。三项费率合计 26.05%，同比减少 0.29 pct，为近年来首次负增长

**图表 7: 综合毛利率略有下降, 农机板块实现增长**
**图表 8: 公司三项费率近年来首次负增长**



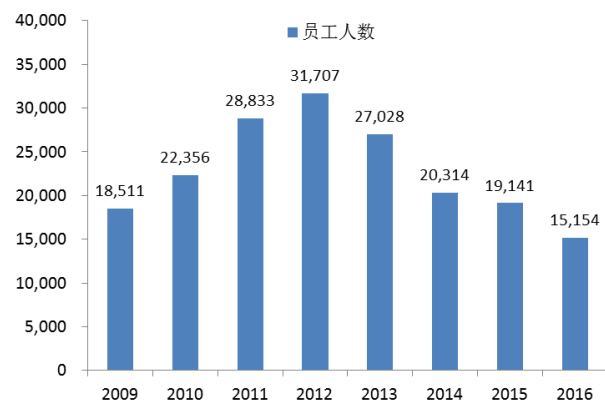
来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

### (3) 公司员工结构改善，自主创新引领行业发展

- 公司员工结构改善，人员更加精炼：**公司员工人数从 2015 年 1.91 万人下降到 2016 年 1.52 万人。相比较于 2012 年人员最多的 3.17 万人，现在的员工人数不足其一半。
- 公司对工程机械板块进行产品线营销体系改革：**由原先的产品线营销向区域营销转变，高管直接负责区域市场使得效率得到大幅度提升。
- 公司产品质量的提升，自主创新引领行业发展：**从 2014 年底公司开始着力推进产品 4.0 工程，以“模块化平台+智能化产品”为核心，深度融合传感、互联等现代技术，研发整体性能卓越、作业安全可靠、使用绿色环保、管控智能高效的智能化产品，进而实现“产品在网上、数据在云上、市场在掌上”的目标。目前，公司在工程机械、农业、环境板块均推出了工业 4.0 技术相关产品。2016 年公司共研发 4.0 产品样机 50 款，成功下线 16 款，并逐步推向市场。
- 研发激励机制大创新：**公司打破原有研发分配机制，科研技术人员拥有产品“虚拟股份”收入与产品销售挂钩，让技术创新和产品创新实现与市场共生、与产品共存、与社会共享，极大调动了科研人员的积极性。

**图表 9：公司员工结构改善**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 10：自主创新成果丰硕，产品引领行业发展**

产品分类	创新成果
工程机械	ZCC3200NP 履带起重机成功吊装全球首座第四代核电站反应堆压力容器；混凝土机械制砂设备获 2016 年度中国机械工业科学技术二等奖，
环境产业	无尘干扫车、小型扫路车、喷雾风炮、抑尘车等一批新产品填补国内自主研发空白，占领行业制高点。
农业机械	大马力拖拉机实现高端突破，填补国内自主研发空白

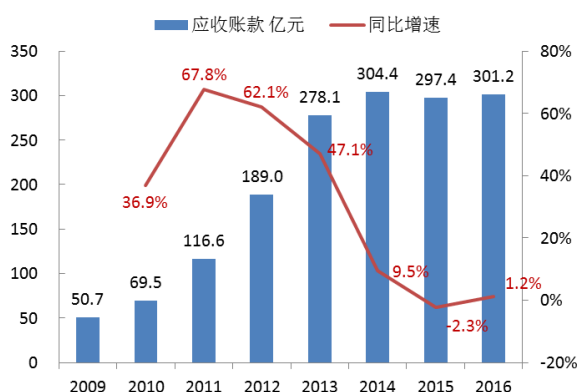
来源：公司公告，中泰证券研究所



#### (4) 公司资产质量得到进一步提升，经营性现金流明显好转

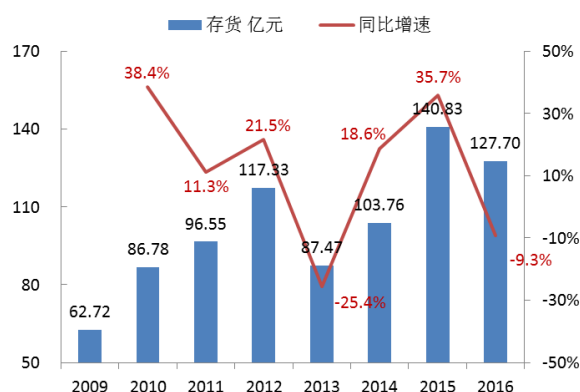
- 公司 2016 年末在手现金 81.94 亿元。应收账款 301.16 亿元，同比小幅增长 1.2%。主要原因是公司在环境与农机板块的收入增加以及 2016 年 5 月份合并意大利纳都勒公司带来的影响，工程机械板块的应收账款延续了 2015 年的下降趋势。
- 截至 2016 年底，公司存货合计 127.70 亿元，较年初减少 13.13 亿元，占总资产比例由 15.03% 下降到 14.33%。主要原因是工程机械板块存货的下降。

图表 11：公司应收账款基本与 2015 年持平



来源：公司公告，中泰证券研究所

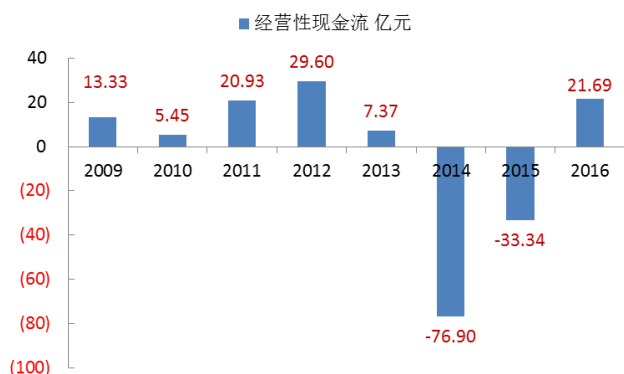
图表 12：公司存货规模近 3 年来首次减少



来源：公司公告，中泰证券研究所

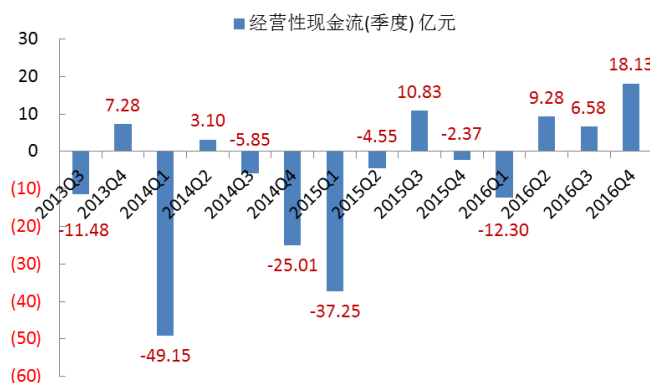
- 经营性现金流的数据支持我们对于中游制造业回暖的判断，公司经营性现金流自 2016 年二季度转正开始，三、四季度延续了这一趋势，2016 年全年经营性现金流达 21.69 亿元，近 3 年首次转正。2015 年 Q3 经营性现金流为正的原因是下游需求下滑导致的公司收缩了部分产能，大幅降低了采购开支，而 2016 年后三个季度是由于收入端增加带来的现金流转正。

图表 13：公司经营性现金流 3 年来首次转正



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：经营性现金流从 2016 年 Q2 开始回暖



来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 四、海外市场开拓稳中有进，受益“一带一路”国家战略

- 公司 2016 年试图收购美国特雷克斯公司，但在关键条款上双方未达成一致。公司表示还将继续关注工程机械、农业机械行业的外延并购的机会，以达到实现国际化的发展和促进公司产业升级的目标。
- “一带一路”将明显带动公司海外市场业务。目前公司重点布局白俄罗斯、东南亚等“一带一路”沿线市场。2016 年公司海外业务取得长足进展，公司与白俄罗斯 MAZ 集团合资生产的 ZOOMLION 品牌汽车起重机和环卫设备顺利下线，并与白俄罗斯工业部签署长期合作协议；首款高端塔机成功导入北美市场；首个海外全系列产品维修中心在缅甸成立；在印尼、泰国、印度、迪拜、俄罗斯等地建立 9 大中心库，为客户提供更高效、便捷的服务，加速公司“走出去”和“走进去”的国际化进程。

#### 五、投资建议

- 我们判断随着行业层面的复苏，公司 2017 年业绩将明显好转，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.11 元/0.20 元/0.33 元，对应 PE 为 40/21/13 倍。公司 2017 年 PB 为 0.9 倍，维持“增持”评级。

#### 六、风险提示

- 宏观经济下滑超预期导致国内工程机械需求持续低迷风险。
- 农业规模化经营推进低于预期，公司农机业务发展低于预期

**图表 15：中联重科三张表**

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	25,851,195	20,753,347	20,022,517	24,303,331	28,908,812	33,915,818
增长率	-32.93%	-19.7%	-3.5%	21.4%	19.0%	17.3%
营业成本	-18,641,595	-15,145,956	-15,244,687	-17,756,013	-20,331,567	-23,154,329
% 销售收入	72.1%	73.0%	76.1%	73.1%	70.3%	68.3%
毛利	7,209,600	5,607,391	4,777,830	6,547,317	8,577,245	10,761,489
% 销售收入	27.9%	27.0%	23.9%	26.9%	29.7%	31.7%
营业税金及附加	-228,129	-102,759	-225,403	-201,718	-263,070	-362,899
% 销售收入	0.9%	0.5%	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%
营业费用	-3,035,567	-2,501,552	-2,445,961	-2,901,818	-3,477,730	-4,107,206
% 销售收入	11.7%	12.1%	12.2%	11.9%	12.0%	12.1%
管理费用	-1,929,817	-1,700,891	-1,733,987	-1,990,443	-2,512,176	-2,974,417
% 销售收入	7.5%	8.2%	8.7%	8.2%	8.7%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	2,016,087	1,302,190	372,478	1,453,339	2,324,268	3,316,967
% 销售收入	7.8%	6.3%	1.9%	6.0%	8.0%	9.8%
财务费用	-745,449	-1,263,300	-1,035,458	-537,720	-448,980	-425,768
% 销售收入	2.9%	6.1%	5.2%	2.2%	1.6%	1.3%
资产减值损失	-606,782	-710,850	-1,271,774	-616,390	-770,427	-605,282
公允价值变动收益	-11,774	-16,553	155,787	42,487	72,474	118,094
投资收益	10,840	83,377	-24,485	17,357	14,413	8,911
% 净利润	1.3%	250.5%	-	1.7%	0.8%	0.3%
营业利润	662,922	-605,137	-1,803,451	359,073	1,191,749	2,412,921
营业利润率	2.6%	-2.9%	-9.0%	1.5%	4.1%	7.1%
营业外收支	200,217	638,423	788,226	640,290	689,291	689,446
税前利润	863,139	33,286	-1,015,225	999,363	1,881,040	3,102,368
利润率	3.3%	0.2%	-5.1%	4.1%	6.5%	9.1%
所得税	-235,264	57,871	110,417	-169,892	-319,777	-527,403
所得税率	27.3%	-173.9%	10.9%	-17.0%	-17.0%	-17.0%
净利润	627,875	91,157	-904,808	829,471	1,561,263	2,574,965
少数股东损益	0	0	0	21,116	26,300	27,030
归属于母公司的净利润	594,068	83,467	-933,697	808,355	1,534,963	2,547,935
净利润率	2.3%	0.4%	-4.7%	3.3%	5.3%	7.5%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	627,875	91,157	-904,808	829,471	1,561,263	2,574,965
少数股东损益	0	0	0	21,116	26,300	27,030
非现金支出	1,253,385	1,545,240	2,262,154	1,407,096	1,424,474	1,298,585
非经营收益	1,421,857	1,735,476	382,799	-88,329	-271,200	-311,473
营运资金变动	-10,993,249	-6,706,368	428,416	-5,539,420	-4,006,937	-934,238
经营活动现金净流	-7,690,133	-3,334,495	2,168,560	-3,370,066	-1,266,099	2,654,869
资本开支	945,475	645,214	162,795	-3,869,782	-94,332	-36,164
投资	-2,335,695	347,778	-999,641	0	0	0
其他	669,768	2,690,062	391,428	59,843	86,887	127,005
投资活动现金净流	-2,611,402	2,392,625	-771,009	3,929,625	181,219	163,169
股利募资	2,000	0	90,100	0	0	0
债权募资	10,579,662	838,884	-3,717,110	-4,916,360	0	0
其他	-2,454,129	-2,893,680	-2,682,630	-611,804	-1,654,598	-504,978
筹资活动现金净流	8,127,533	-2,054,796	-6,309,639	-5,528,164	-1,654,598	-504,978
现金净流量	-2,174,002	-2,996,666	-4,912,088	-4,968,604	-2,739,478	2,313,060

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	16,894,350	13,535,350	8,193,686	8,203,966	9,538,188	10,817,648
应收账款	33,182,338	32,340,701	33,496,286	37,251,013	42,726,036	45,480,183
存货	10,376,228	14,082,903	12,770,072	10,702,255	11,697,614	12,687,304
其他流动资产	13,629,048	14,625,898	14,459,726	17,630,043	17,738,522	17,783,532
流动资产	74,081,964	74,584,852	68,919,770	73,787,277	81,700,360	86,768,667
% 总资产	79.0%	79.6%	77.3%	82.0%	83.5%	84.3%
长期投资	5,178,077	2,983,099	3,998,837	3,998,837	3,998,837	3,998,837
固定资产	6,780,756	8,520,204	8,069,020	3,849,294	3,641,724	3,417,902
% 总资产	7.2%	9.1%	9.1%	4.3%	3.7%	3.3%
无形资产	5,011,339	6,779,478	7,015,453	7,214,980	7,363,462	7,547,263
非流动资产	19,675,992	19,138,168	20,221,253	16,201,055	16,141,967	16,101,946
% 总资产	21.0%	20.4%	22.7%	18.0%	16.5%	15.7%
资产总计	93,757,956	93,723,020	89,141,023	89,988,332	97,842,327	102,870,613
短期借款	5,745,537	13,281,686	8,139,906	3,228,363	3,228,363	3,228,363
应付账款	18,443,304	16,077,207	16,114,948	15,339,661	17,659,206	20,182,364
其他流动负债	1,073,602	823,765	2,644,357	3,882,253	2,985,013	3,316,463
流动负债	25,262,444	30,182,657	26,899,210	22,450,277	23,872,582	26,727,191
长期贷款	9,787,306	6,453,055	10,099,564	10,099,564	10,099,564	10,099,564
其他长期负债	17,460,298	16,478,203	14,347,288	19,963,678	24,834,106	24,432,818
负债	52,510,047	53,113,915	51,346,063	52,513,520	58,806,252	61,259,573
普通股股东权益	40,830,793	39,936,600	36,813,563	36,472,298	38,007,261	40,555,196
少数股东权益	417,115	672,504	981,398	1,002,514	1,028,814	1,055,844
负债股东权益合计	93,757,956	93,723,020	89,141,023	89,988,332	97,842,327	102,870,613

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.077	0.011	-0.122	0.105	0.200	0.332
每股净资产 (元)	5.299	5.211	4.803	4.759	4.959	5.292
每股经营现金净流 (元)	-0.998	-0.435	0.283	-0.442	-0.169	0.343
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	1.45%	0.21%	-2.54%	2.22%	4.04%	6.28%
总资产收益率	0.63%	0.09%	-1.05%	0.96%	1.76%	2.75%
投入资本收益率	2.84%	5.95%	0.58%	2.31%	3.67%	5.11%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-32.93%	-19.72%	-3.52%	21.38%	18.95%	17.32%
EBIT增长率	-62.57%	-35.41%	-71.40%	290.18%	59.93%	42.71%
净利润增长率	-84.53%	-85.95%	-1218.64%	186.58%	89.89%	65.99%
总资产增长率	4.86%	-0.04%	-4.89%	0.95%	8.73%	5.14%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	411.2	529.2	545.6	520.0	500.0	450.0
存货周转天数	187.2	294.7	321.5	220.0	210.0	200.0
应付账款周转天数	156.7	165.6	155.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	80.8	121.9	139.0	81.5	42.5	35.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	35.84%	53.32%	60.60%	47.97%	42.63%	36.92%
EBIT利息保障倍数	2.7	1.0	0.4	2.7	5.2	7.8
资产负债率	56.01%	56.67%	57.60%	55.58%	55.31%	55.15%

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。