

**中铁工业(600528)/轨交装备**
**史上最难铁路工程——川藏铁路即将全线开工  
中铁工业 TBM、钢构桥、铁路道岔业务有望受益**
**评级：增持(维持)**

市场价格：15.48

目标价格：19

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

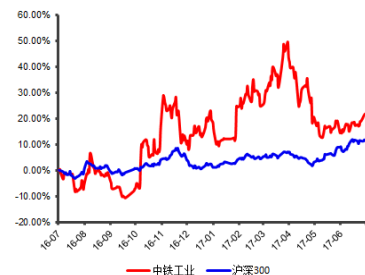
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2,222
流通股本(百万股)	1,459
市价(元)	15.48
市值(百万元)	34,397
流通市值(百万元)	22,585

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《中铁工业：盾构机及轨交高端装备龙头央企；受益城轨地铁高景气》

2017.7.10

春晖股份(000976)深度报告：迈向国际一流轨交装备核心供应商

2017.3.6

康尼机电(603111)：“轨道交通+消费电子”：双引擎驱动业绩持续增长

2017.6.12

鼎汉技术(300011)：打造“国际一流轨交装备供应商”，业绩重回快车道

2017.6.1

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	57,787.44	51,241.57	15,364.37	17,825.27	20,920.52
增长率 yoy%	-19.19%	-11.33%	-70.02%	16.02%	17.36%
净利润	167.88	167.86	1,317.78	1,700.43	2,053.96
增长率 yoy%	-40.65%	-0.01%	685.03%	29.04%	20.79%
每股收益(元)	0.12	0.12	0.59	0.77	0.92
每股现金流量	-3.46	0.94	5.93	0.88	1.02
净资产收益率	2.72%	1.18%	6.29%	7.70%	8.71%
P/E	124.55	119.61	26.10	20.23	16.75
PEG	—	—	0.04	0.70	0.81
P/B	3.39	1.42	1.64	1.56	1.46

备注：

**投资要点**
**川藏铁路即将全线开工：全长 1700 公里，为十三五规划重点项目**

2017年7月12日，央视新闻联播报道，中科院山地所科学家正进行川藏铁路选线科学评估工作，即将全线开工。川藏铁路起于四川省成都市，经雅安、康定、林芝到拉萨，规划全长超过1700公里，是我国十三五规划的重点项目。

**川藏铁路：史上最难铁路工程；桥隧总长超过 1400 公里，桥隧比超过 80%**

据四川在线报道，川藏铁路桥隧总长超过1400公里，线路占比超过80%，工程投资估算超过2000亿元。从始发站成都至终点站拉萨，列车的累计爬山高度将超过1.4万米。高隧桥比提出了对隧道挖掘和桥梁建设的大量需求。

**川藏铁路隧道、桥梁、铁路建设，中铁工业三大业务有望受益**

川藏铁路将挖掘一批超长隧道，沿线高寒缺氧，人工施工难度大，采用硬岩掘进机(TBM)施工，能够大幅提升效率，保障施工安全。中铁工业子公司中铁装备TBM技术丰厚、行业领先，研制的超大直径敞开式TBM将应用于号称“亚洲第一长隧”的高黎贡山隧道项目，未来有望应用于川藏铁路。

中铁工业子公司中铁山桥、中铁宝桥在铁路道岔、钢结构桥梁行业均处于行业第一梯队，中铁科工为钢结构领先企业。三家企业整合到中铁工业后占据行业龙头位置，将受益川藏铁路、桥梁建设。

**前身为中铁二局，置入中国中铁高端装备业务，业绩承诺 3 年合计近 40 亿元。**

中铁工业前身是中铁二局，为央企中国中铁旗下。2017年1月实施重大资产重组，置出原中铁二局资产，置入资产中国中铁高端制造板块。2016年度置入资产归母净利9.9亿元，同比增长32.5%；业绩承诺3年合计近40亿元。

**盈利预测与估值：我们判断公司盾构机受益地铁高景气度，业绩有望超预期。轨交投资保持高位，铁路道岔市场稳健增长。受益钢结构桥梁推广，钢结构盈利能力有望持续提高。预计 2017-2019 年归属母公司净利润 13.2、17.0、20.5 亿元，EPS 为 0.59、0.77、0.92 元；对应 PE 为 26、20、17 倍。目前公司股价低于之前 60 亿元增发的增发价 (15.85 元)。维持“增持”评级。**

**风险提示：**川藏铁路开建时间低于预期；地铁建设不及预期，行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

## 史上最难铁路工程：川藏铁路即将全线开工

- 据 2017 年 7 月 12 日，央视新闻联播报道，中科院山地所科学家正进行川藏铁路选线科学评估工作。川藏铁路是我国十三五规划的重点项目，建成后从成都做火车到拉萨仅需 13 个小时，按初步方案川藏铁路要横跨 14 条大江大河、11 座 4000 米以上的雪山，沿线地质灾害极为活跃，是人类历史上最具挑战性的铁路工程。

图表 1：川藏铁路示意图



来源：人民日报公号、中泰证券研究所

- 据新华网报道：规划中的川藏铁路起于四川省成都市，经雅安、康定、新都桥、林芝到西藏自治区首府拉萨，规划全长超过 1700 公里，分为三大段：成康铁路（成都至康定又包括成雅铁路和雅康铁路）、康林铁路（康定-林芝）、拉林铁路（拉萨-林芝）。2014 年底成康段和拉林段两头开工，其中成雅铁路预计 2018 年建成，拉林铁路预计 2021 年建成。里程最长（约 1320 公里）、施工难度最大的路段康林铁路计划 2018 年动工，工期需要 7 年半。随着川藏铁路选线评估的不断推进，川藏铁路全面开工建设即将拉开序幕。

## 川藏铁路如过山车“八起八伏”，桥隧比超过 80%

- 据四川在线报道，川藏铁路桥隧总长超过 1400 公里，线路占比超过 80%，工程投资预估算超过 2000 亿元，设计时速为 200 公里，部分路段限速 160 公里。从始发站成都至终点站拉萨，列车的累计爬山高度将超过 1.4 万米。
- 青藏高原“缓坡式”上升不同，川藏铁路是“台阶式”的。川藏铁路雅安到波密，约 1000 公里左右的里程，穿越的横断山脉，是中国最长、最宽和最典型的南北向山系，各条山脉之间，镶嵌着大渡河、鲜水河、雅砻江、金沙江、澜沧江、怒江等河谷，组成了岭谷相间、

山重水复的巨大山原，岭谷之间的高差达两三千米。如果从剖面看，川藏铁路的线路走向为“八起八伏”。

**图表 2：川藏铁路沿线地区山重水复，地质复杂，灾害频发**



资料来源：搜狐网，中泰证券研究所

- 为了消除显著的地形高差，规避山地灾害，穿越群山、江河，川藏铁路更多的采用高桥、隧道，仅拉林铁路沿线桥梁即达 120 余座，16 次跨越雅鲁藏布江，海子山隧道、芒康山隧道、伯舒拉隧道都接近或超过 30 公里。八宿到波密段或将诞生一个 50 多公里的超长隧道。

## 川藏铁路隧道、桥梁、铁路建设，中铁工业三大业务有望受益

### 川藏铁路超长隧道有望促进中铁工业 TBM 增长

- 川藏铁路将挖掘一批超长隧道。川藏铁路中大型隧道将远远超过公路。11 座 4000 米以上的雪山，沿线地质灾害极为活跃，在穿越岭谷相间、山重水复的复杂区域时，公路尚且可以环山而上，而川藏

铁路只能穿山而行。同时考虑受到地质灾害及水害的综合影响，沿线滑坡、泥石流、塌方、飞石等地质灾害频繁发生，为了避免，穿山隧道也成为最安全的选择。

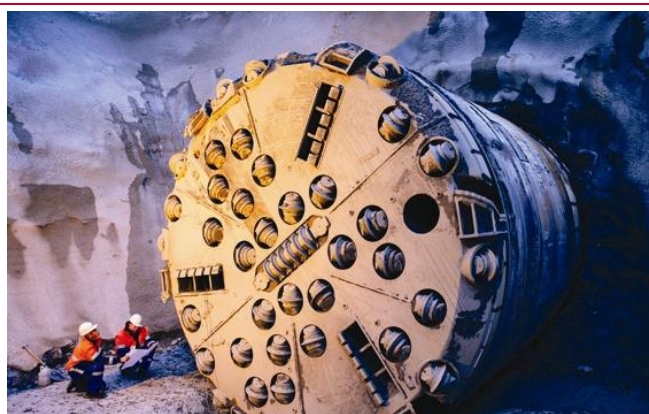
- 川藏铁路中，海子山隧道、芒康山隧道、伯舒拉隧道都接近或超过 30 公里。八宿到波密段或将诞生一个 50 多公里的超长隧道。从邦达镇到怒江峡谷，直线距离 14 公里，高度差达 1400 米，坡度达千分之一百，需要在山体里挖掘出盘旋一圈的 35 公里以上的隧道。沿线高寒缺氧，人工施工难度大，采用硬岩掘进机（TBM）施工，能够大幅提升效率，保障施工安全。
- 中铁工业子公司中铁装备 TBM 技术丰厚、行业领先。中铁工业旗下中铁装备目前为国内市场份额最高、全球第二的掘进机制造商，盾构机产品国内市场占比超过 40%。同时公司技术基础丰厚，占据世界掘进技术最前沿。2011 年中铁装备研制出我国第一台硬岩盾构，2013 年 11 月，中铁装备成功收购德国维尔特硬岩掘进机知识产权及品牌使用权，成为世界上具有自主知识产权、能独立生产硬岩掘进机、竖井钻进、扩孔机、斜井盾构的三大企业之一。

图表 3：川藏铁路拉林段巴玉隧道



资料来源：中国政府网，中泰证券研究所

图表 4：大型“钢铁穿山甲”中铁工业 TBM



资料来源：中铁装备，中泰证券研究所

- 中铁工业拥有山体隧道 TBM 过往业绩，有望应用于川藏铁路：2016 年中铁装备签订超大直径敞开式 TBM 采购合同，设备下线后将应用于号称“亚洲第一长隧”的高黎贡山隧道项目。我们认为中铁工业的 TBM，有望应用于川藏铁路的隧道建设。

#### 钢构桥、铁路道岔龙头，有望受益川藏桥梁、铁路建设

- 川藏铁路要横跨横跨包括大渡河、金沙江、怒江、雅鲁藏布江在内的 14 条江河，仅雅鲁藏布江就要跨越 16 次。频繁穿越大江大河，提出了对桥梁建设的大量需求。
- 随着政策支持，以及钢结构桥梁寿命、经济性、可循环利用优势不断显现，未来将逐渐替代钢混、石砌桥梁，我们认为钢混桥梁有望成为川藏铁路重要桥梁结构形式。
- 中铁山桥、中铁宝桥在铁路道岔、钢结构桥梁行业均处于行业第一

梯队，中铁科工为钢结构领先企业。三家企业整合到中铁工业后占据行业龙头位置，将受益川藏铁路、桥梁建设。

图表 5：拉林铁路段明则特大桥墩台已全部完工



资料来源：新华网，中泰证券研究所

图表 6：四渡河特大桥：未来怒江特大桥或将超越四渡河特大桥



资料来源：中铁装备，中泰证券研究所

### 资产置换，中铁工业主营已变更为盾构机、钢构桥、铁路道岔

- 公司前身为中铁二局，为央企中国中铁旗下。为彻底解决与股东中国中铁的同业竞争问题，2017 年 1 月，公司实施了重大资产重组，以中铁二局股权，与中国中铁持有的中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工以及中铁装备等值部分进行置换，差额由公司前身中铁二局以发行股份的方式向中国中铁购买，承诺业绩 3 年近 40 亿元。本次重大资产重组中，公司发行股份募集配套资金 60 亿元，锁定期 12 个月，增发价为 15.85 元。

图表 7：中铁工业：2017-2019 年 3 年累计业绩承诺近 40 亿元

企业名称	主营业务	承诺利润（亿元）		
		2017	2018	2019
中铁山桥	钢结构、铁路道岔、大型工程机械	3.89	4.96	5.82
中铁宝桥	钢结构、铁路道岔、大型工程机械	3.26	3.56	3.88
中铁科工	工程机械研究设计与制造、桥梁钢结构、工程施工	0.73	0.85	0.97
中铁装备	隧道掘进机及其配套产品	3.26	3.97	4.37
	合计	11.14	13.34	15.04

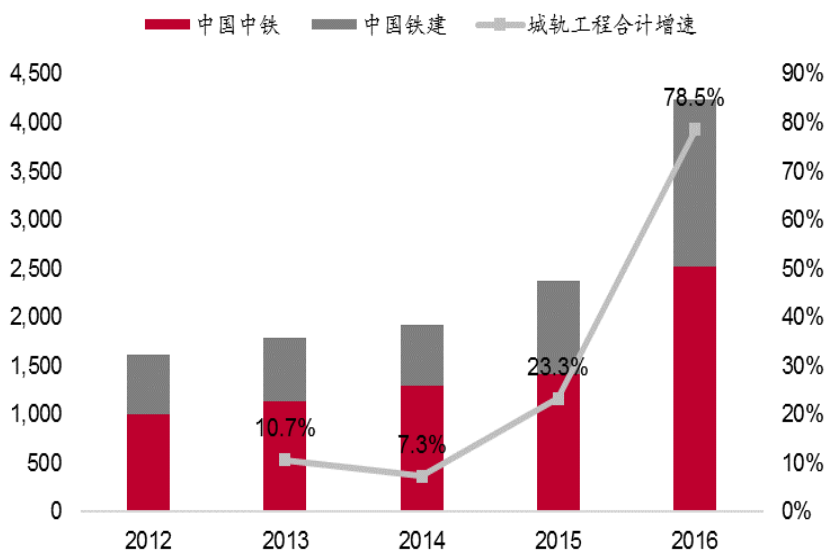
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 置入标的公司中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备均是中国中铁工业制造板块的核心企业，在业内拥有举足轻重的市场地位。完成资产置换后，公司主营业务将由建筑工程施工、房地产开发和物资销售变更为铁路道岔、盾构机、钢结构为主的高端装备制造业务。

## 地铁高景气，大幅拉动盾构机市场需求

- 盾构机被称为“工程机械之王”，下游市场中地铁工程占比 70%~80%。在地铁隧道施工中，盾构机可将掘进综合功效提高 8 到 10 倍，且地面不用大面积拆迁，不阻断交通，施工无噪音，地面不沉降，不影响居民的正常生活。目前 95% 的地铁隧道使用盾构法挖掘，地铁高景气，大幅拉动盾构机市场需求。
- 先行指标：2012-2015 年，中国中铁和中国铁建合计新签铁路工程合同额呈现加速上升趋势，2016 年新签城轨工程合同额 4236 亿元，同比大幅增长 78.5%。我们认为城轨地铁未来 5 年有望逐步加速。

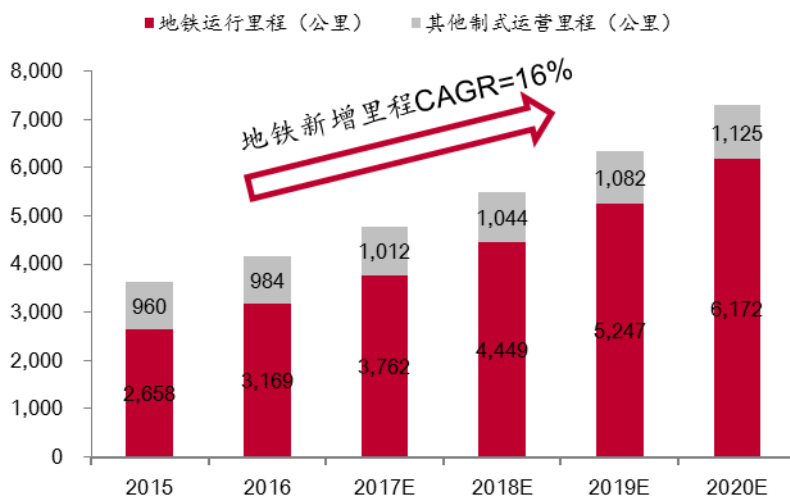
**图表 8：中国中铁、中国铁建城轨工程新签合同（亿元）增长加速**



资料来源：中国中铁公告，中国铁建公告，中泰证券研究所

- 2012 年至 2015 年，城市轨道交通运营线路总长度增速分别为 21.15%、17.01%、16.95%、13.47%，体现出稳步增长的态势。我们预计“十三五”期间城市轨道交通建设速度有望超预期，预计“十三五”期间我国城市轨道交通新增运营里程有望达到 4300 公里，其中地铁有望达 3514 公里，年复合增速超过 16%

**图表 2：预计“十三五”期间我国城市轨道交通新增营运里程有望达到 4300 公里，其中地铁有望达 3514 公里，年复合增速超过 16%**



来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

- 我们假设每 2.5 公里地铁配置一台盾构机，盾构机平均掘进速度为 13 米/天，仅需 3-4 个月即可完成挖掘工作。假设再制造盾构机比例逐步提升，再制造费用为新造成本 60%。我们预计到 2020 年地铁盾构机市场达 1672 台（新增+再制造），年均 418 台，按平均价格 3700 万/台计算，到 2020 年地铁盾构机市场空间达 600 亿，年均 155 亿左右。

**图表 10：我们预计到 2020 年地铁盾构机市场需求达 1672 台，市场空间达 600 亿，年均 155 亿**

年份	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
地铁新增通车里程	297	511	593	688	798	925
在建地铁里程	3790	4434	5543	6929	8176	9157
预计盾构机存量需求	910	1064	1330	1663	1962	2198
预计盾构机新增/再制造需求		173	319	399	424	530
市场空间 (亿元)		64	117	148	157	196

资料来源：公司公告，中泰证券研究所；注：2016 年在建地铁里程为估计值

## 国内盾构机龙头，积极推进“走出去”的国际化道路

- 中铁装备**是国内规模最大、技术领先的专业从事隧道掘进机全断面隧道掘进机及其配套产品研发制造和技术服务的高新技术企业，先后获得国家科技进步一等奖、国家火炬计划重点高新技术企业等，拥有郑州、新乡、成都三个制造季度，盾构年产能 100 台。目前国内市场占有率超过 40%，为国内市场份额最高、全球第二的掘进机制造商。
- 中铁装备在专注于国内市场的同时，积极推进“走出去”的国际化道路。先后成立了香港公司、德国公司和新加坡、澳大利亚、巴西等代理机构，产品出口新加坡、马来西亚、埃塞俄比亚等国。

图表 11: 重庆地铁硬岩盾构 (TBM)



资料来源: 中铁装备, 中泰证券研究所

图表 12: 北京地铁卵石圆砾层盾构



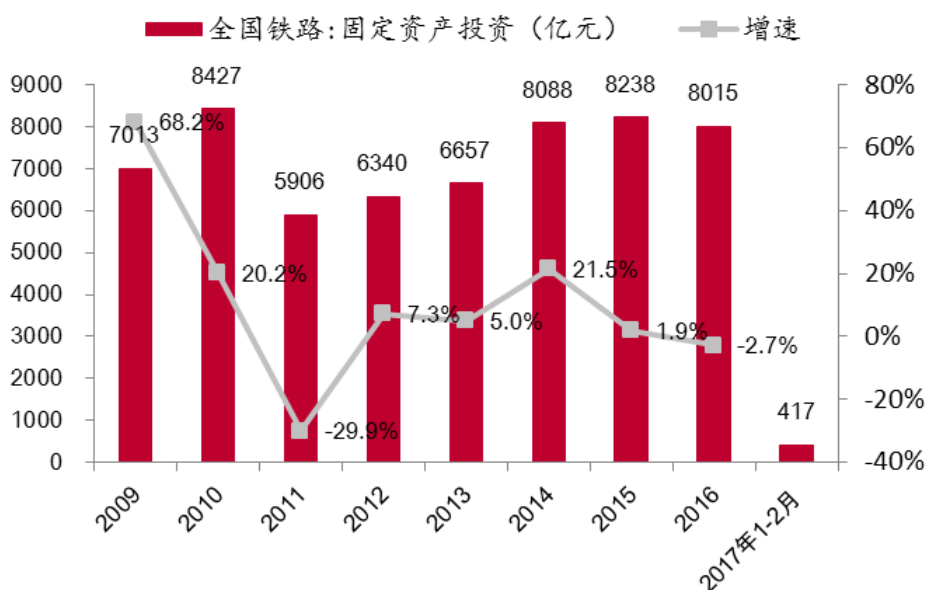
资料来源: 中铁装备, 中泰证券研究所

## 铁路投资持续高位, 保障铁路道岔市场稳健增长

“十三五”铁路建设投资有望维持 8000 亿元/年高位。

- 2016 年全国铁路固定资产投资为 8015.16 亿元, 和 2014、2015 年基本持平。2017 年 1-2 月全国铁路固定资产投资为 416.88 亿元, 比去年同期增长 0.2%。

图表 13: 2016 年铁路投资总额与前两年基本持平



资料来源: 中国铁路总公司, 中泰证券研究所

- 2017 年 3 月 5 日, 国家领导人在两会上做政府工作报告时也表示, 2017 年将完成铁路建设投资 8000 亿元。2017 年 3 月, 全国人大代表、中国工程院院士王梦恕在接受上证报记者采访时表示, “中国的铁路还少, 仍有很大的建设空间, 预计每年中国铁路投资保持 8000 亿的水平可以持续十年”。我们认为“十三五”期间, 铁路建



设投资有望维持 8000 亿元/年较高水平，轨交行业将保持较高景气度。

**图表 14：预计 2017 年铁路固定资产投资保持在 8000 亿元以上，2017-2020 年年均投产新线 8000 公里**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
固定资产投资（亿元）	2521	4168	7013	8427	5906	6340	6657	8088	8238	8015	8000	8000	8000	8000
基建投资（亿元）	1772	3376	6006	7075	4611	5185	5328	6623	--	--	--	--	--	--
投产新线里程（公里）	678	1730	5557	4908	2167	5382	5586	8427	9531	3281	2100	6000	8000	10000
新投产高铁（公里）	--	1134	2319	1554	1421	2723	1672	5569	3306	1903	1365	1700	2400	2535
铁路营业里程（万公里）	7.8	8	8.6	9.1	9.3	9.8	10.4	11.2	12.1	12.4	12.6	13.2	14.0	15.0
高铁营业里程（公里）	--	672	2699	5133	6601	9356	11028	16456	19838	22000	23365	25065	27465	30000

资料来源：中国铁路总公司，中泰证券研究所

### 2018-2020 年均投产新线有望达 8000 公里；保障铁路道岔稳健增长。

- 2016 年 7 月由国家发展改革委、交通运输部、铁路总公司联合编制的《中长期铁路网规划》发布，按照《规划》，到 2020 年，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里。2018-2020 铁路年均投产新线有望达 8000 公里，铁路投产持续高位保障铁路道岔稳健增长。

## 钢结构桥梁优势明显，政策支持有望大力推广

### 我国钢结构桥梁数量占比仅为 0.25%

- 据中国交通报 2016 年 7 月报道，目前我国公路桥梁主要包括钢筋混凝土桥梁、钢结构桥梁和砌石圪工结构桥梁等。截至 2015 年年底，我国已建成公路桥梁 78 万座、4593 万米，其中钢结构桥梁仅 1877 座、34.56 万米，分别占桥梁总数的 0.25%和总长度的 0.76%，其余绝大多数桥梁为钢筋混凝土结构和砌石结构桥梁。

### 钢结构桥梁与混凝土结构桥梁相比，优势明显

- 使用寿命方面，钢材结构自重小、材料效率高、质量易控制的特点，耐久性影响因素和退化机理简单。而混凝土结构现场工序较多，质量难以控制，其耐久性影响因素复杂、性能退化机理不明确。因此，钢结构桥梁的服役寿命更易于保障。
- 经济性能方面，虽然钢结构桥梁比钢筋混凝土桥梁建设成本高 10%左右，但后期养护成本低，钢结构桥梁比混凝土桥梁全寿命养护费用每平方米低 200 元左右。
- 可持续发展和环保方面，钢结构平均每年的碳排放以及每平方米的能耗均比混凝土结构低 8%左右。此外，混凝土结构拆除形成的建筑垃圾会对环境带来较大冲击，而钢结构可循环利用。

### 政策支持有望加快钢结构桥梁推广，替代市场空间巨大

- 2016年4月，交通部公路局副局长周荣峰在江西省举行的“2016年全国公路建设管理新标准规范技术研讨会”上表示：今年交通运输部公路局将加快推广钢结构在公路建设行业的应用。
- 2016年7月，交通部公布《关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见》，提出了加强方案比选、选型、构造设计等7条重点措施，推进钢结构桥梁建设，助推公路建设转型升级。
- 我国近几年每年新增桥梁约2.8万座，钢结构桥梁占比仅为0.25%，随着政策支持，以及钢结构桥梁寿命、经济性、可循环利用优势不断显现，未来替代钢混、石砌桥梁市场空间巨大。

### 盈利预测与估值

- 我们预计2017-2019年公司收入153.6、178.3、209.2亿元，归属母公司净利润13.2、17.0、20.5亿元，对应EPS为0.59、0.77、0.92元，对应2017-2019年PE为26、20、17倍。
- 我们认为公司盾构机受益地铁高景气度，业绩有望超预期。轨交投资保持高位，保障铁路道岔市场稳健增长。受益钢结构桥梁推广，钢结构盈利能力有望持续提高。
- 目前价格低于增发价（15.58元），维持“增持”评级。

### 风险提示：

- 川藏铁路开建时间低于预期
- 地铁建设不及预期
- 行业竞争加剧风险
- 原材料价格波动风险

**图表 15：中铁工业三张表预测**

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	71,513	57,787	51,242	15,364	17,825	20,921	货币资金	6,550	5,804	8,370	11,824	12,684	11,943
增长率	-10.12%	-19.2%	-11.3%	-70.0%	16.0%	17.4%	应收款项	22,094	19,767	26,859	15,385	17,703	20,720
营业成本	-67,289	-53,704	-48,408	-12,031	-13,862	-16,119	存货	15,953	14,608	19,038	10,383	11,887	13,779
% 销售收入	94.1%	92.9%	94.5%	78.3%	77.8%	77.0%	其他流动资产	9,561	11,509	14,047	5,007	5,702	6,560
毛利	4,224	4,083	2,834	3,333	3,964	4,801	流动资产	54,157	51,688	68,314	42,599	47,976	53,002
% 销售收入	5.9%	7.1%	5.5%	21.7%	22.2%	23.0%	% 总资产	91.8%	91.6%	85.4%	80.1%	78.7%	78.1%
营业税金及附加	-1,793	-1,650	-431	-184	-214	-251	长期投资	765	764	1,867	1,867	1,867	1,867
% 销售收入	2.5%	2.9%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,753	1,751	5,942	5,402	7,910	9,805
营业费用	-130	-115	-98	-415	-481	-565	% 总资产	3.0%	3.1%	7.4%	10.2%	13.0%	14.5%
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	89	81	1,740	1,128	1,049	979
管理费用	-1,319	-1,263	-1,325	-1,076	-1,248	-1,464	非流动资产	4,824	4,759	11,726	10,574	13,003	14,828
% 销售收入	1.8%	2.2%	2.6%	7.0%	7.0%	7.0%	% 总资产	8.2%	8.4%	14.6%	19.9%	21.3%	21.9%
息税前利润 (EBIT)	981	1,055	979	1,659	2,021	2,521	<b>资产总计</b>	<b>58,981</b>	<b>56,447</b>	<b>80,040</b>	<b>53,173</b>	<b>60,979</b>	<b>67,830</b>
% 销售收入	1.4%	1.8%	1.9%	10.8%	11.3%	12.1%	短期借款	8,940	10,117	14,481	2,535	2,535	2,535
财务费用	-425	-616	-780	-92	-17	-105	应付款项	38,730	30,075	43,995	25,206	29,010	33,725
% 销售收入	0.6%	1.1%	1.5%	0.6%	0.1%	0.5%	其他流动负债	1,361	4,358	1,286	2,402	2,689	3,048
资产减值损失	-318	-503	-332	0	0	0	流动负债	49,030	44,551	59,762	30,144	34,234	39,308
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,769	5,454	5,523	1,500	4,052	4,308
投资收益	178	156	182	10	20	30	其他长期负债	300	0	238	238	238	238
% 税前利润	33.1%	17.2%	16.8%	0.6%	1.0%	1.2%	<b>负债</b>	<b>52,099</b>	<b>50,005</b>	<b>65,522</b>	<b>31,882</b>	<b>38,524</b>	<b>43,853</b>
营业利润	416	93	49	1,577	2,024	2,446	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,082</b>	<b>6,163</b>	<b>14,175</b>	<b>20,935</b>	<b>22,080</b>	<b>23,578</b>
营业利润率	0.6%	0.2%	0.1%	10.3%	11.4%	11.7%	少数股东权益	799	280	342	357	376	398
营业外收支	121	-3	59	48	73	87	<b>负债股东权益合计</b>	<b>58,981</b>	<b>56,447</b>	<b>80,040</b>	<b>53,173</b>	<b>60,979</b>	<b>67,830</b>
税前利润	537	91	108	1,625	2,097	2,533	<b>比率分析</b>						
利润率	0.8%	0.2%	0.2%	10.6%	11.8%	12.1%							
所得税	-168	-188	-65	-292	-377	-456	<b>每股指标</b>						
所得税率	31.3%	207.1%	60.4%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益 (元)	0.194	0.115	0.115	0.593	0.765	0.924
净利润	369	-97	43	1,332	1,719	2,077	每股净资产 (元)	4.168	4.223	9.715	9.421	9.936	10.610
少数股东损益	86	-265	-125	15	19	23	每股经营现金流 (元)	1.028	-3.463	0.938	5.934	0.876	1.019
归属于母公司的净利润	283	168	168	1,318	1,700	2,054	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.023	0.250	0.250	0.250
净利润率	0.4%	0.3%	0.3%	8.6%	9.5%	9.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	4.65%	2.72%	1.18%	6.29%	7.70%	8.71%
							总资产收益率	0.48%	0.30%	0.21%	2.50%	2.81%	3.05%
							投入资本收益率	5.82%	-7.32%	1.59%	11.64%	11.39%	12.12%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	-10.12%	-19.19%	-11.33%	-70.02%	16.02%	17.36%
							EBIT增长率	-6.87%	7.54%	-7.23%	69.42%	21.83%	24.76%
							净利润增长率	-32.91%	-40.65%	-0.01%	68.03%	29.04%	20.79%
							总资产增长率	15.32%	-4.30%	40.83%	-33.57%	14.68%	11.23%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	84.2	107.0	131.1	283.0	280.0	279.0
							存货周转天数	85.3	103.9	126.9	315.0	313.0	312.0
							应付账款周转天数	90.5	123.2	152.0	370.0	370.0	370.0
							固定资产周转天数	9.2	10.9	26.5	112.0	85.9	89.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	79.33%	151.62%	80.13%	-36.58%	-27.15%	-21.27%
							EBIT利息保障倍数	2.3	1.7	1.3	18.1	119.0	23.9
							资产负债率	88.33%	88.59%	81.74%	59.54%	62.84%	64.37%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	369	-97	43	1,332	1,719	2,077
少数股东损益	0	0	0	15	19	23
非现金支出	698	796	637	612	571	731
非经营收益	149	507	316	165	83	148
营运资金变动	283	-6,259	373	11,078	-428	-692
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,500</b>	<b>-5,053</b>	<b>1,368</b>	<b>13,202</b>	<b>1,965</b>	<b>2,287</b>
资本开支	231	163	160	-588	2,927	2,469
投资	181	410	194	0	0	0
其他	37	89	59	10	20	30
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-13</b>	<b>337</b>	<b>92</b>	<b>598</b>	<b>-2,907</b>	<b>-2,439</b>
股权募资	0	0	102	5,997	0	0
债权募资	766	6,589	-971	-15,968	2,552	255
其他	-1,092	-935	-1,100	-359	-732	-821
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-326</b>	<b>5,654</b>	<b>-1,970</b>	<b>-10,330</b>	<b>1,820</b>	<b>-566</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,161</b>	<b>937</b>	<b>-510</b>	<b>3,469</b>	<b>878</b>	<b>-718</b>

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。