

评级：增持(维持)

市场价格：15.03

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

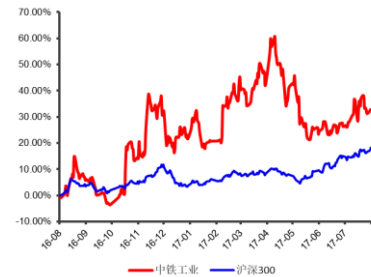
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

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)	15.03
市值(百万元)	33,397
流通市值(百万元)	21,929

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《中铁工业：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》
2017.7.13

《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

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

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	125.13	120.17	26.22	20.32	16.83
PEG	—	—	0.04	0.70	0.81
P/B	3.41	1.43	1.65	1.57	1.47
备注:					

投资要点
■ 上半年新签合同额 123 亿元，同比增长 26%；订单呈增长加速趋势

2017 年 1-6 月份，公司累计新签合同额 123.05 亿元，同比增长 26.44%。其中 5-6 月份同比增速 42.95%，较 1-4 月份增速提升 25.38pct，呈现加速趋势。

■ 史上最难铁路工程：川藏铁路即将全线开工，高隧桥比提出了隧道、桥梁需求

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。其中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。高隧桥比铁路建设提出了对隧道挖掘和桥梁建设的大量需求以及对铁路道岔的需求。中铁工业在 TBM、铁路道岔、钢结构桥梁行业领域均处于行业第一梯队。

■ 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。

公司前身是中铁二局，为央企中国中铁旗下。2017 年 1 月公司实施重大资产重组，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润 9.9 亿元，同比增长 32.5%；业绩承诺 3 年合计近 40 亿元。

■ 地铁高景气，大幅拉动盾构机市场需求，“一带一路”扩大海外市场

我们预计到 2020 年地铁盾构机市场空间达 600 亿元，年均 167 亿元。子公司中铁装备为盾构机市场龙头，国内市场占比达 40%，有望受益地铁快速发展，同时公司积极推进“走出去”的国际化道路，有望进一步打开海外市场。

■ 铁路道岔、钢结构龙头，受益轨交高景气、钢结构桥梁推广

置入资产占据铁路道岔、钢结构桥梁行业龙头位置。“十三五”期间，轨交行业将保持较高景气度，保障铁路道岔市场稳健增长。钢结构桥梁比率底，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，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。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：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。

上半年新签订单 123 亿元，同比增长 26%，呈加速增长趋势

- 根据公司公告，2017 年 1-6 月份，公司累计新签合同额 123.05 亿元，较去年同期置入资产可比口径增长 26.44%。其中 5-6 月份同比增速 42.95%，较 1-4 月份增速提升 25.38pct，呈现加速趋势。

图表 1：公司上半年新签合同呈现增长加速趋势

时间	新签合同总额	同比增长
2017 年 1-4 月	74.42 亿元	17.57%
2017 年 5-6 月	48.63 亿元	42.95%
合计	123.05 亿元	26.44%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 上半年公司已披露的重大合同合计达 21.98 亿元，约占同期新签合同总额 17.9%，钢结构、盾构机业务、铁路道岔占比分别为 49%、31%、16%。其中盾构机业务订单 6.75 亿元，我们认为公司盾构机业务收益城轨地铁高景气，有望持续高增长。

图表 2：公司 7 月 29 日和 5 月 23 日披露新签重大合同

序号	重大合同名称	合同金额（万元）
道岔业务		
1	新建银西铁路银川至吴忠客专工程甲供物资（道岔）采购合同	6,196
2	道岔系列产品专用订货合同	4,512
3	新建商丘至合肥至杭州铁路安徽浙江段甲供物资采购（高速道岔）	16,118
4	新建郑州至周口至阜阳铁路安徽段甲供物资采购	9,778
合计占比：16%		36,604
钢结构制造与安装业务		
1	连镇铁路五峰山大桥钢梁制安合同	32,619
2	钢箱梁加工制造合同（武汉青山长江大桥）	24,656
3	湖北省嘉鱼长江公路大桥钢箱梁、钢锚梁制造	24,932
4	南部滨海大道西延伸线工程（四标段）钢结构厂内加工制作、运输	14,282
5	安装、防腐涂装工程	10,883
6	美国加州湾快速隧道钢管片项目	10,883
合计占比：49%		107,372
隧道施工设备业务		
1	盾构买卖合同	21,000
2	盾构买卖合同	9,800
3	盾构买卖合同	9,400
4	土压平衡盾构买卖合同	9,400
5	土压平衡盾构买卖合同	9,400
6	土压平衡盾构买卖合同	8,500
合计占比：31%		67,500
工程施工机械业务		
1	900t 低位分离式运架设备采购合同	2,777
2	轨道式集装箱门式起重机采购合同	2,776

3	起重机采购合同	2,753
合计占比：4%		8,306

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

川藏铁路即将全线开工，高隧桥比提出了隧道、桥梁需求

史上最难轨交工程：川藏铁路即将全线开工，桥隧比超过 80%

- 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”。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，为了避险，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。我们认为沿线高寒缺氧，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 2: 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 3: 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：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。

钢构桥、铁路道岔龙头，承建重要标志性工程拉林铁路藏木特大桥

- 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。铁路频繁穿越大江大河，提出了对桥梁建设的大量需求和铁路道岔的需求。
- 中铁工业占据铁路道岔、桥梁钢结构行业龙头位置。中铁宝桥承建了国内第一座免涂装耐候钢桥梁和国内跨度最大的铁路双线钢管拱桥—拉林铁路藏木特大桥。

- 拉林铁路藏木特大桥是川藏铁路拉林段的重要标志性工程，主桥横跨雅鲁藏布江大峡谷，采用 430 米中承式钢管混凝土拱，拱高 112 米，建成后将是国内跨度最大的铁路双线钢管拱桥。与其它桥梁不同的是，该桥采用 Q420qENH 和 Q345qENH 高强耐候钢，全桥均为免涂装，是国内第一座真正意义上的免涂装耐候钢桥梁，对于推动我国耐候钢在桥梁上的应用具有十分重大的意义。在该桥建设中，中铁宝桥承担了 12794 吨钢管拱的加工制造、节段拼装和桥位安装任务。

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 4：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

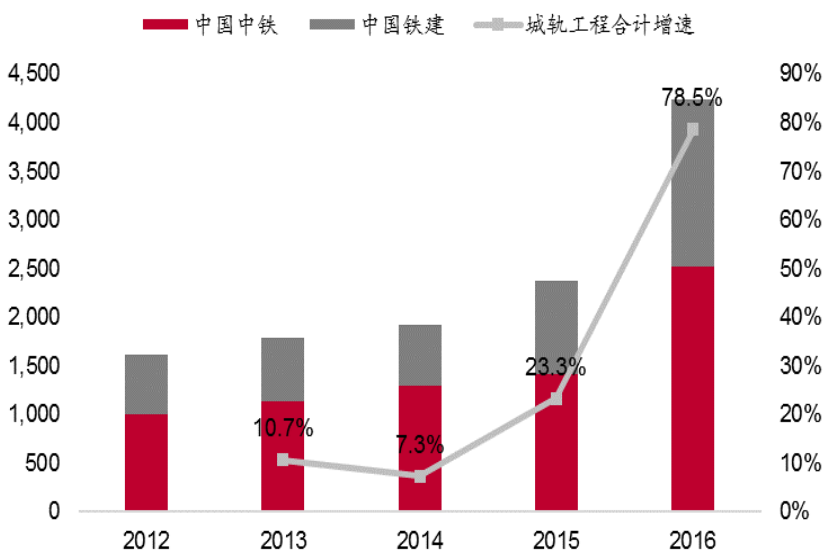
- 置入标的公司中铁山桥、中铁宝桥、中铁科工及中铁装备均是中国中铁工业制造板块的核心企业，在业内拥有举足轻重的市场地位。完成资产置换后，公司主营业务将由建筑工程施工、房地产开发和物资销售变更为铁路道岔、盾构机、钢结构为主的高端装备制造业务。

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。

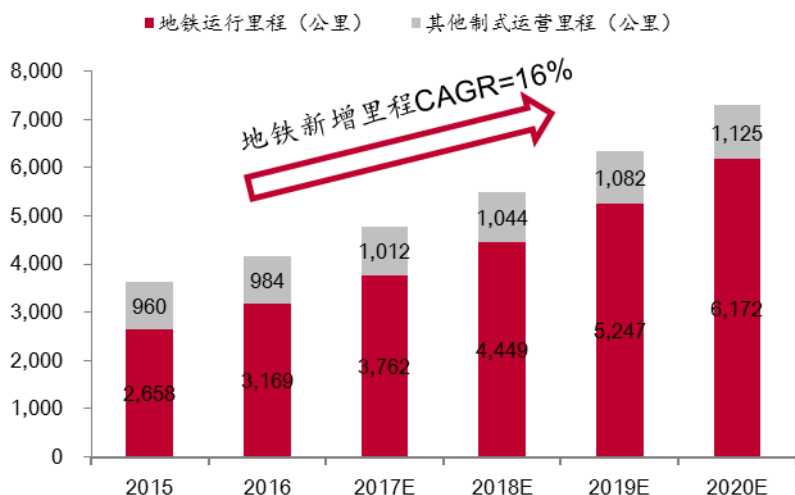
图表 5：中国中铁、中国铁建城轨工程新签合同（亿元）增长加速



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 6：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%



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 7：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 8：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 9：北京地铁卵石圆砾层盾构

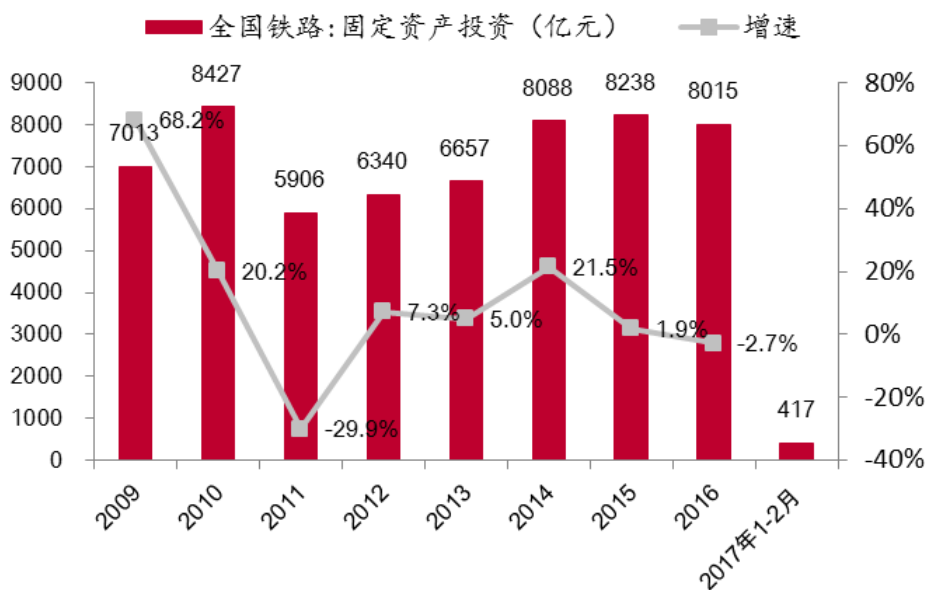


资料来源：中铁装备，中泰证券研究所

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 1：2016 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 1：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、钢结构桥梁和砌石圬工结构桥梁等。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 10：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%	应收账款	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	资产总计	58,981	56,447	80,040	53,173	60,979	67,830																																																																																																																																																																								
% 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																																																																																																																																																																								
% 净利润	33.1%	172.4%	168.8%	0.6%	1.0%	1.2%	负债	52,099	50,005	65,522	31,882	38,524	43,853																																																																																																																																																																								
营业利润	416	93	49	1,577	2,024	2,446	普通股股东权益	6,082	6,163	14,175	20,935	22,080	23,578																																																																																																																																																																								
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	负债股东权益合计	58,981	56,447	80,040	53,173	60,979	67,830																																																																																																																																																																								
税前利润	537	91	108	1,625	2,097	2,533	比率分析																																																																																																																																																																														
利润率	0.8%	0.2%	0.2%	10.6%	11.8%	12.1%																																																																																																																																																																															
所得税	-168	-188	-65	-292	-377	-456																																																																																																																																																																															
所得税率	31.3%	207.1%	60.4%	18.0%	18.0%	18.0%																																																																																																																																																																															
净利润	369	-97	43	1,332	1,719	2,077																																																																																																																																																																															
少数股东损益	86	-265	-125	15	19	23																																																																																																																																																																															
归属于母公司的净利润	283	168	168	1,318	1,700	2,054																																																																																																																																																																															
净利润率	0.4%	0.3%	0.3%	8.6%	9.5%	9.8%																																																																																																																																																																															
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																																																																																																																																																																															
经营活动现金净流	1,500	-5,053	1,368	13,202	1,965	2,287																																																																																																																																																																															
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																																																																																																																																																																															
投资活动现金净流	-13	337	92	598	-2,907	-2,439																																																																																																																																																																															
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																																																																																																																																																																															
筹资活动现金净流	-326	5,654	-1,970	-10,330	1,820	-566																																																																																																																																																																															
现金净流量	1,161	937	-510	3,469	878	-718																																																																																																																																																																															
							<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2014</th> <th>2015</th> <th>2016</th> <th>2017E</th> <th>2018E</th> <th>2019E</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>每股指标</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td>每股收益 (元)</td> <td>0.194</td> <td>0.115</td> <td>0.115</td> <td>0.593</td> <td>0.765</td> <td>0.924</td> </tr> <tr> <td>每股净资产 (元)</td> <td>4.168</td> <td>4.223</td> <td>9.715</td> <td>9.421</td> <td>9.936</td> <td>10.610</td> </tr> <tr> <td>每股经营现金净流 (元)</td> <td>1.028</td> <td>-3.463</td> <td>0.938</td> <td>5.934</td> <td>0.876</td> <td>1.019</td> </tr> <tr> <td>每股股利 (元)</td> <td>0.000</td> <td>0.000</td> <td>0.023</td> <td>0.250</td> <td>0.250</td> <td>0.250</td> </tr> <tr> <td>回报率</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td>净资产收益率</td> <td>4.65%</td> <td>2.72%</td> <td>1.18%</td> <td>6.29%</td> <td>7.70%</td> <td>8.71%</td> </tr> <tr> <td>总资产收益率</td> <td>0.48%</td> <td>0.30%</td> <td>0.21%</td> <td>2.50%</td> <td>2.81%</td> <td>3.05%</td> </tr> <tr> <td>投入资本收益率</td> <td>5.82%</td> <td>-7.32%</td> <td>1.59%</td> <td>11.64%</td> <td>11.39%</td> <td>12.12%</td> </tr> <tr> <td>增长率</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td>营业总收入增长率</td> <td>-10.12%</td> <td>-19.19%</td> <td>-11.33%</td> <td>-70.02%</td> <td>16.02%</td> <td>17.36%</td> </tr> <tr> <td>EBIT增长率</td> <td>-6.87%</td> <td>7.54%</td> <td>-7.23%</td> <td>69.42%</td> <td>21.83%</td> <td>24.76%</td> </tr> <tr> <td>净利润增长率</td> <td>-32.91%</td> <td>-40.65%</td> <td>-0.01%</td> <td>685.03%</td> <td>29.04%</td> <td>20.79%</td> </tr> <tr> <td>总资产增长率</td> <td>15.32%</td> <td>-4.30%</td> <td>40.83%</td> <td>-33.57%</td> <td>14.68%</td> <td>11.23%</td> </tr> <tr> <td>资产管理能力</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td>应收账款周转天数</td> <td>84.2</td> <td>107.0</td> <td>131.1</td> <td>283.0</td> <td>280.0</td> <td>279.0</td> </tr> <tr> <td>存货周转天数</td> <td>85.3</td> <td>103.9</td> <td>126.9</td> <td>315.0</td> <td>313.0</td> <td>312.0</td> </tr> <tr> <td>应付账款周转天数</td> <td>90.5</td> <td>123.2</td> <td>152.0</td> <td>370.0</td> <td>370.0</td> <td>370.0</td> </tr> <tr> <td>固定资产周转天数</td> <td>9.2</td> <td>10.9</td> <td>26.5</td> <td>112.0</td> <td>85.9</td> <td>89.3</td> </tr> <tr> <td>偿债能力</td> <td colspan="6"></td> </tr> <tr> <td>净负债/股东权益</td> <td>79.33%</td> <td>151.62%</td> <td>80.13%</td> <td>-36.58%</td> <td>-27.15%</td> <td>-21.27%</td> </tr> <tr> <td>EBIT利息保障倍数</td> <td>2.3</td> <td>1.7</td> <td>1.3</td> <td>18.1</td> <td>119.0</td> <td>23.9</td> </tr> <tr> <td>资产负债率</td> <td>88.33%</td> <td>88.59%</td> <td>81.74%</td> <td>59.54%</td> <td>62.84%</td> <td>64.37%</td> </tr> </tbody> </table>								2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标							每股收益 (元)	0.194	0.115	0.115	0.593	0.765	0.924	每股净资产 (元)	4.168	4.223	9.715	9.421	9.936	10.610	每股经营现金净流 (元)	1.028	-3.463	0.938	5.934	0.876	1.019	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.023	0.250	0.250	0.250	回报率							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%	增长率							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%	685.03%	29.04%	20.79%	总资产增长率	15.32%	-4.30%	40.83%	-33.57%	14.68%	11.23%	资产管理能力							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	偿债能力							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%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E																																																																																																																																																																															
每股指标																																																																																																																																																																																					
每股收益 (元)	0.194	0.115	0.115	0.593	0.765	0.924																																																																																																																																																																															
每股净资产 (元)	4.168	4.223	9.715	9.421	9.936	10.610																																																																																																																																																																															
每股经营现金净流 (元)	1.028	-3.463	0.938	5.934	0.876	1.019																																																																																																																																																																															
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.023	0.250	0.250	0.250																																																																																																																																																																															
回报率																																																																																																																																																																																					
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%																																																																																																																																																																															
增长率																																																																																																																																																																																					
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%	685.03%	29.04%	20.79%																																																																																																																																																																															
总资产增长率	15.32%	-4.30%	40.83%	-33.57%	14.68%	11.23%																																																																																																																																																																															
资产管理能力																																																																																																																																																																																					
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																																																																																																																																																																															
偿债能力																																																																																																																																																																																					
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%																																																																																																																																																																															

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。