

本钢板材(000761)/钢铁

板材复苏将带动业绩大幅提升

评级：买入(上调)

市场价格：6.36

分析师：笃慧
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: laify@r.qlzq.com.cn

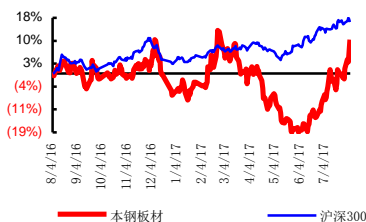
联系人：邓轲

电话：021-20315223

Email: dengke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,136
流通股本(百万股)	3,136
市价(元)	6.36
市值(百万元)	19,945
流通市值(百万元)	19,945

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 盈利整体维持较高水平
- 2 板材专家盈利高升
- 3 行业低迷拖累公司业绩，关注增发带来公司产品结构升级

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	29,253.64	29,526.01	41,878.43	43,870.26	46,199.78
增长率 yoy%	-29.38%	0.93%	41.84%	4.76%	5.31%
净利润	-3,293.62	781.27	1,908.28	2,028.74	2,096.18
增长率 yoy%	-1514.76%	123.72%	144.25%	6.31%	3.32%
每股收益(元)	-1.05	0.25	0.61	0.65	0.67
每股现金流量	-0.74	3.05	-0.30	1.39	1.38
净资产收益率	-27.60%	6.14%	13.05%	12.18%	11.18%
P/E	—	21.60	10.45	9.83	9.51
PEG	—	0.17	0.07	1.56	2.86
P/B	1.46	1.33	1.36	1.20	1.06

备注：

投资要点

- 产品定位中高端市场：**公司作为板材为主企业，研发投入占比营业收入位列行业第一，“双高”（高附加值、高技术含量）产品产量占总产量60%左右。公司产品定位中高端市场，其中汽车板生产已位于国内第一梯队，冷轧板和热镀锌板 CR1-CR5、CR210P、CR340LA 共计 14 个钢种（牌号）通过美国通用汽车全球认证，这是继宝钢之后我国第二家通过此类产品认证的钢铁企业。此外，公司新建的冷轧产线定位高档汽车板、高档家电板、高强钢板以及超高强钢板，该项目主体建设已经完成，预计 2017 年底全部达产，届时公司现有热轧板的附加值将得到提升，有助于公司加快实现产品结构优化升级及拓展高端产品市场；
- 经济基本面偏稳态，制造业存在扩张可能性：**利率上升速度较慢导致地产销售下滑低于市场预期，库存进一步下降，地产投资依然偏强。宏观经济更多呈现偏平走势。同时工业企业近年来供给端调整充分，企业盈利依然能够维持较高水平。盈利时间跨度延长之后，会带来企业对经济中长期预期的改善并进一步修复资产负债表，增强制造业扩张动力。随着盈利的持续性，中长期来看，制造业固定资产投资存在重新扩张的可能性；
- 供需向好，下半年板材盈利值得期待：**行业基本面复苏背景下，机械用钢、汽车板等制造业有望带来增量需求，而近年整体热板供给除宝钢湛江新投放的 50 万吨热轧产能外，几乎无明显新增产能。近期我们观察到热轧板材价格和盈利开始出现明显回升，价格方面，2016 年平均价格为 2830 元/吨，2017 年上半年为 3430 元/吨，7 月已上升至 3823 元/吨；盈利方面，2016 年平均吨钢毛利为 229 元/吨，2017 年上半年为 365 元/吨，7 月已大幅飙升至 686 元/吨。随着供需面持续向好，产能利用率提升的同时公司盈利将更具弹性；
- 盈利预测与投资建议：**公司作为国内最具代表性的热轧板材企业，企业盈利跟随行业基本面变化。在宏观经济企稳背景下，机械、汽车等制造行业扩张将带来产品增量需求，近几年行业供给端调整充分，公司盈利能力有望进一步提升。我们预计 2017/18 年公司 EPS 分别为 0.61 元、0.65 元，给予“买入”评级。
- 风险提示：**通胀和利率上行过快。

内容目录

精品板材生产基地	- 4 -
代表性热板厂商	- 4 -
销售集中华东&出口	- 5 -
背靠集团铁矿石资源	- 6 -
小结	- 7 -
经济企稳，板材盈利回升	- 7 -
需求稳健	- 7 -
下半年板材盈利值得期待	- 9 -
高端市场渐行渐近	- 11 -
钢板挺进高端市场	- 11 -
定增落地指日可待	- 11 -
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: 截至 2015 年底公司主要设备情况.....	- 4 -
图表 2: 2016 年公司研发投入占比营业收入位列第一.....	- 4 -
图表 3: 北方热轧产品价格较低 (元/吨)	- 5 -
图表 4: 2016 年公司销售区域销量占比情况.....	- 5 -
图表 5: 出口占比不断提升.....	- 5 -
图表 6: 截至 2015 年底本钢集团矿山资源情况.....	- 6 -
图表 7: 2014-2015 年公司铁矿粉采购来源情况.....	- 6 -
图表 8: 普氏铁矿石指数.....	- 7 -
图表 9: 地产销售下滑速度低于预期.....	- 8 -
图表 10: 地产库存处于历史地位.....	- 8 -
图表 11: 2014 年开始工业企业开始修复资产负债表.....	- 8 -
图表 12: 关注制造业投资扩张可能性.....	- 8 -
图表 13: 工程机械销量大增将有力支撑板材需求.....	- 9 -
图表 14: 汽车用钢各品种分布.....	- 9 -
图表 15: 汽车购置税扰动市场需求.....	- 9 -
图表 16: 2009 年后热板吨钢毛利低位徘徊.....	- 10 -
图表 17: 近期热轧吨钢毛利接近螺纹钢.....	- 10 -
图表 18: 热轧卷板价格逐步回升.....	- 10 -
图表 19: 冷轧高强钢改造工程建设明细.....	- 11 -
图表 20: 非公开发行募集资金应用项目.....	- 12 -
图表 21: 主要产品销量、单价、吨钢毛利预测.....	- 12 -
图表 22: 财务报表预测.....	- 13 -

精品板材生产基地

代表性热板厂商

- 千万吨级精品板材生产基地：**本钢板材地处东北本溪，产品覆盖热轧板、冷轧板及镀锌板等，总产能约为 1300 万吨，是国内最具代表性的热轧板材公司。目前公司产品结构主要以机械用钢、汽车板、家电板、集装箱板、造船板等精品钢材为主，近年来高附加值、高技术含量产品产销量占比逐步提高，已成为国内重要的精品板材生产基地之一；

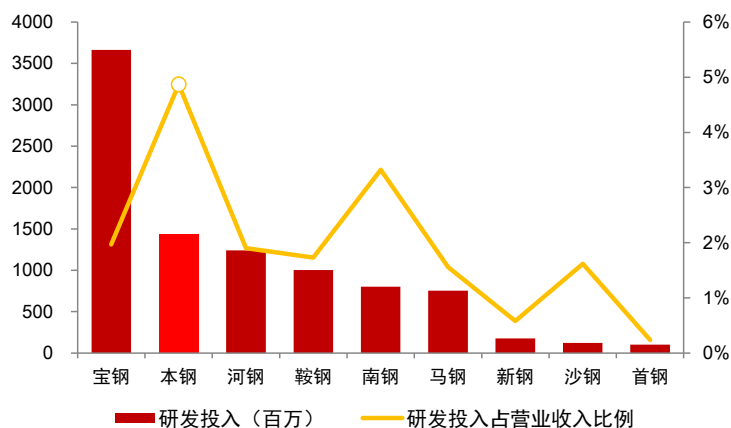
图表 1：截至 2015 年底公司主要设备情况

项目	产能（万吨）	主要设备
炼铁	1025	高炉共4座，其中：4350m ³ 1座、2600m ³ 3座
炼钢	1280	转炉共7座，其中：顶底复合吹转炉150吨1座、180吨6座
轧钢	特钢产品：110	生产线共1套，其中：Φ800/650轧机1套
	热轧产品：1300	生产线共4套，其中：热轧宽钢带轧机1700mm1套、2300mm1套，薄板坯1880mm连铸连轧机组1套；租赁1780mm1套
	冷轧产品：278	生产线共3套，其中：冷轧宽钢带轧机：1700mm 1套、1970mm1套、1400mm 单机架六辊可逆冷轧宽钢带轧机1套
	镀锌产品：178	生产线共4套，其中：1500mm3套、1850mm1套

来源：中泰证券研究所

- 研发投入占比高：**公司历来注重新产品研发，2016 年公司研发投入仅次于宝钢股份，研发投入占比营业收入位列第一，共计研发超高强热冲压成形用钢（PHS1500）、高强车轮用钢（RS590）、齿轮钢（21NiCrMo5H）、高钒钛离心轧辊等新产品 111 项，高附加值产品比例 85% 以上，“双高”（高附加值、高技术含量）产品产量占总产量 58.20%，同比增长 8%。通过推进品种研发和工艺技术攻关，公司技术装备水平位列国内先进行列，板材产品结构在钢铁企业中也属优良水平。

图表 2：2016 年公司研发投入占比营业收入位列第一

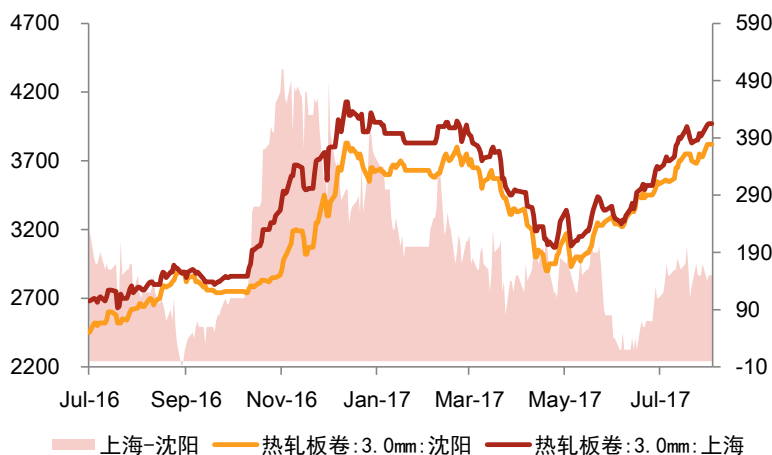


来源：中泰证券研究所

销售集中华东&出口

- **立足东北，辐射华东：**公司国内销售区域相对集中，其中受益于地缘优势接近 30% 产品销往东北地区，此外，沈阳地区热轧价格较上海低 150 元/吨左右，销往华东地区（机械、汽车行业密集分布）用钢需求旺盛区域成本优势较为明显。因此形成了以东北、华东地区为主、华北地区为辅的国内销售区域格局；

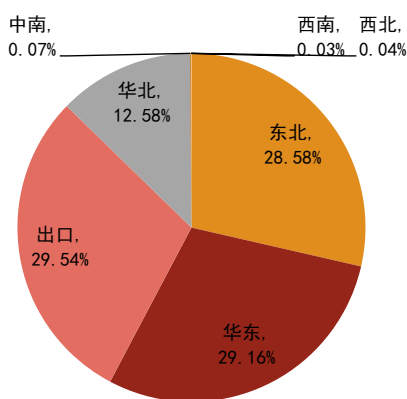
图表 3：北方热轧产品价格较低（元/吨）



来源：wind，中泰证券研究所

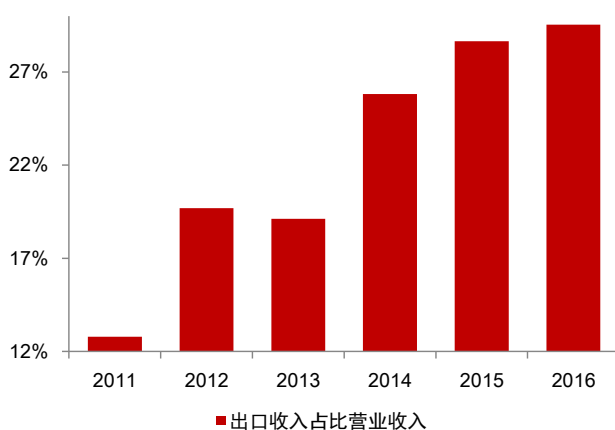
- **出口占比不断提升：**本钢技术领先、产品先进，除满足国内销售外，出口力度也在不断加大。近年来主要出口热轧卷板、热轧切板、热轧分卷、冷轧卷板等产品到韩国、日本、泰国、马来西亚、印度、沙特、南非、西班牙、意大利、美国、加拿大等 60 多个国家和地区，2016 年钢材出口收入比重达 29.54%，同比增长 0.98%。

图表 4：2016 年公司销售区域销量占比情况



来源：中泰证券研究所

图表 5：出口占比不断提升



来源：中泰证券研究所

背靠集团铁矿石资源

- 集团天然矿石资源：**本钢集团是辽宁省最大的国企企业集团，其所处的本溪地区铁矿石资源丰富，现已发现的铁矿石储量达 40 亿吨，同时拥有亚洲第一、世界仅有的两座优质低磷、低硫露天矿之一，具备品质优良、易选易冶炼的特点。本钢集团拥有五座自有矿山，包括亚洲最大的露天铁矿——南芬露天铁矿及歪头山铁矿、马耳岭铁矿、徐家堡铁矿和花岭沟铁矿，截至 2015 年底，本钢集团铁矿石合计储量 11.91 亿吨，目前可年产铁精粉 916 万吨；

图表 6：截至 2015 年底本钢集团矿山资源情况

矿山名称	保有储量（亿吨）	剩余可采年限（年）	铁精粉产能（万吨）	持股比例
南芬露天矿	8.13	15	457	100%
歪头山铁矿	1.05	24	209	100%
马尔岭铁矿	0.04	2	30	100%
徐家堡子铁矿	2.09	29	153	100%
花岭沟铁矿	0.6	23	67	100%
合计	11.91	-	916	-

来源：（注：徐家堡子铁矿、花岭沟铁矿可采年限及年产铁精粉量为预估数值），中泰证券研究所

- 定价规则锁定矿价成本：**公司每年向集团采购 50%左右的铁矿石，其余的依靠进口协议矿或周边采购解决。与集团的矿石关联采购定价方式为：“铁精矿的交易价格不高于上一半年度从巴西、澳大利亚等进口铁精矿进口到岸的海关平均价格加上从港口到板材公司的内陆运费、港杂费，再加上品位调价。品位调价以板材公司上一半年度进口铁精矿加权平均品位为基础，铁精矿品位差每降低或上升一个百分点，价格下调或上调 10 元/吨。”基于上半年普氏铁矿石价格走势来看，公司采购价格更贴近于现货价格。

图表 7：2014-2015 年公司铁矿粉采购来源情况

来源	2014年	2015年	同比变化
本钢矿业（万吨）	693.91	699.00	0.73%
外购量（万吨）	720.00	587.00	-18.47%
合计	1413.91	1286	-9.05%

来源：中泰证券研究所

图表 8：普氏铁矿石指数



来源：中泰证券研究所

小结

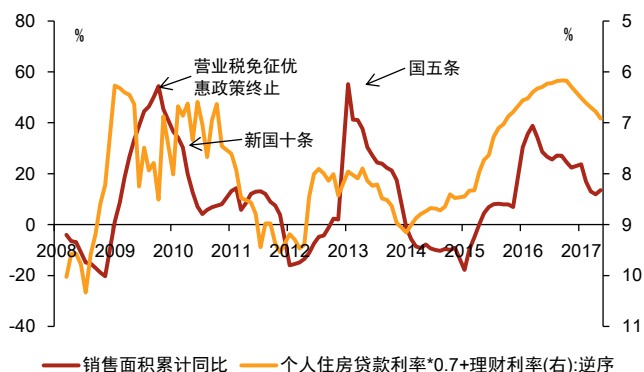
- 本钢板材合计板材产能 1300 多万吨，产品主要集中于热轧、冷轧及镀锌板，是国内重要的精品板材生产基地之一。技术先进、产品精良促使公司出口金额和数量连年增长。

经济企稳，板材盈利回升

需求稳健

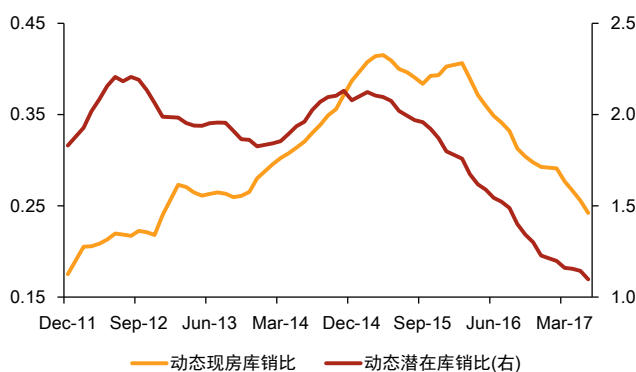
- **低库存之下地产投资将维持高位：**不同于去年的 930 地产调控（因城施策，限贷比例不高），今年 3 月 17 日推出的新一轮地产调控，由于有央行的参与（提高房贷利率，压缩房贷总量），从而对后续地产市场走势产生了实质性影响。但我们观察到利率实际上行速度相对比较缓慢，截止到 6 月份，与之对应的全国住宅销售面积增速依然维持在 13.5% 的高位，房地产销售下滑速度低于市场预期。自 2015 年以来地产销售增速远超投资增速，意味着库存得到了持续有效的去化。根据我们的测算，最新房地产动态潜在库销比仅为 1.1，考虑到地产销售绝对量依然维持较高水平，在库存偏低情况下，全年地产投资增速依旧处于偏强空间，不需过于悲观；

图表 9：地产销售下滑速度低于预期



来源：wind，中泰证券研究所

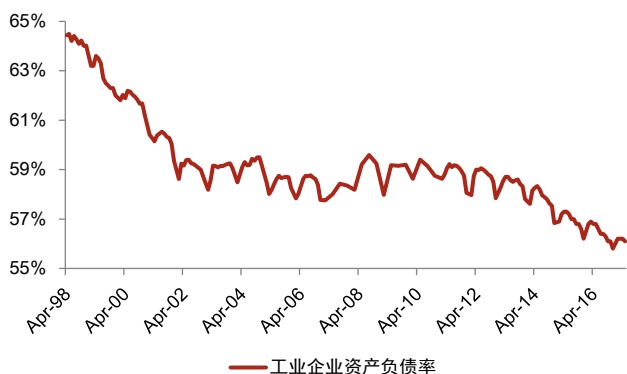
图表 10：地产库存处于历史地位



来源：wind，中泰证券研究所

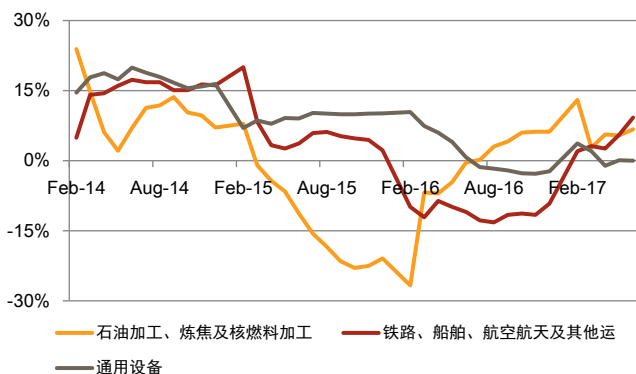
■ **关注制造业扩张可能性：**过去几年工业企业供给端调整非常充分，宏观经济企稳，中游制造业盈利依然能够维持较高水平，盈利持续时间跨度延长之后，会带来企业对经济中长期预期的改善和资产负债表的进一步修复，增强制造业扩张动力。随着盈利的持续性，中长期来看，制造业固定资产投资存在重新扩张的可能性；

图表 11：2014 年开始工业企业开始修复资产负债表



来源：中泰证券研究所

图表 12：关注制造业投资扩张可能性

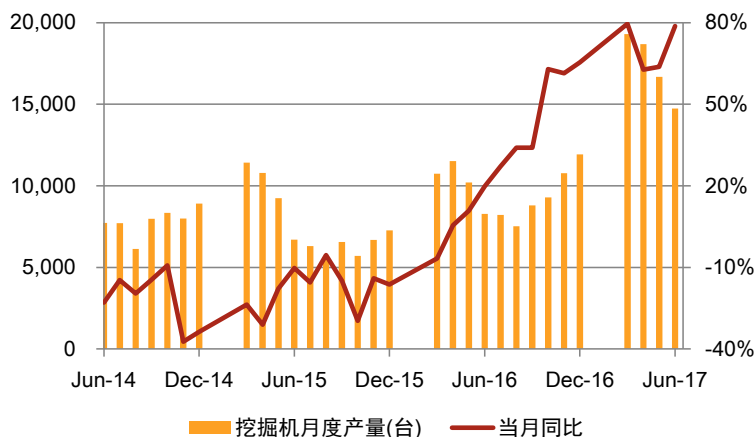


来源：中泰证券研究所

■ **板材需求稳中向好：**公司作为国内重要的精品板材生产基地之一，主要以研发和生产机械用钢和汽车板为主，我们预计 2017 年机械用钢和汽车需求稳中向好；

➢ **工程机械订单大幅增长提振板材需求：**从制造业细分行业来看，工程机械表现最为亮眼，受益于基建需求回暖、设备更新换代需求、行业集中度提升三方面因素，2017 年 6 月国内挖掘机单月及累计销量均同比增长高达 100%，上半年挖机销量已超去年全年。在积极财政政策支持下，下半年基建投资强度依然能够维持较高水平，带动工程机械设备需求，中泰机械行业调研情况也证实，3 季度工程机械企业订单依然非常火爆，将对相应板材需求形成有力支撑；

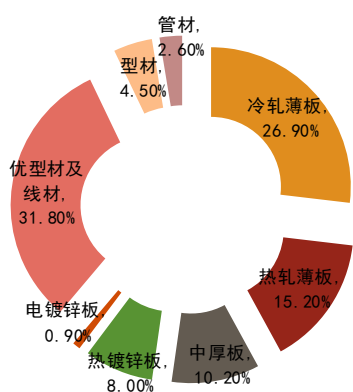
图表 13: 工程机械销量大增将有力支撑板材需求



来源: wind, 中泰证券研究所

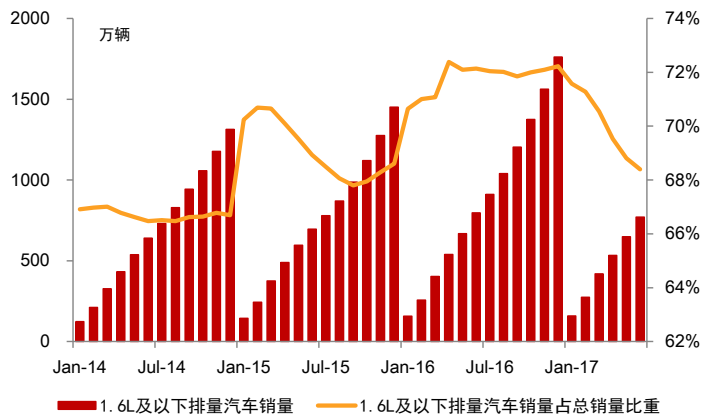
➤ **下半年汽车产量有望复苏:** 在钢铁下游需求行业中, 汽车钢材需求占比(约 8%) 仅次于建筑和机械。2016 年汽车产销随着购置税减半的政策刺激而快速增长, 汽车产量增速由 2015 年的 2.70% 反弹至 2016 年的 13.1%, 透支了 2017 年上半年市场需求。随着汽车购置税优惠力度降低至七五折, 预计 2017 年汽车产量难以维持 2016 年的高增速, 但鉴于汽车行业仍处于较长期的扩张周期中, 且 2018 年将对购置 1.6 升及以下排量的乘用车恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税, 下半年行业传统旺季叠加优惠政策退出刺激, 汽车产量有望抬升;

图表 14: 汽车用钢各品种分布



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 汽车购置税扰动市场需求



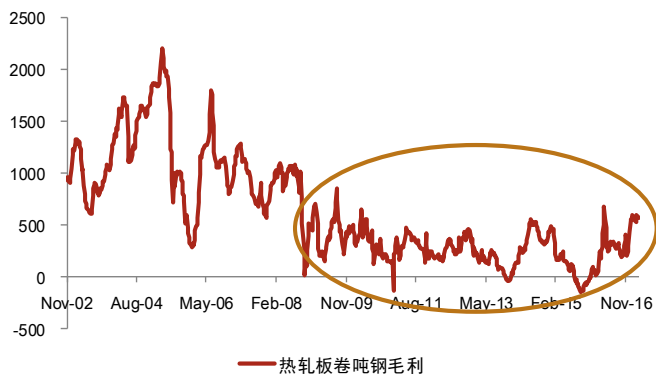
来源: wind, 中泰证券研究所

下半年板材盈利值得期待

■ **产能投放刹车:** 2009 年以前国内热轧板卷产能增速一般维持在两位数以上, 背后动力一方面来自于热板较强的盈利能力; 另一方面彼时国营钢厂一般以板带比作为高附加值产品比例的指标, 上马板材产线成为国营钢厂的潮流, 这部分增量具有一定盲目性。2009 年以来, 热板供需环

境恶化，热轧厂步入长期微利或亏损状态，尤其在 2011 年 3 季度以后，热板产品几乎陷入全行业亏损。虽然 2014 年产品毛利小幅度抬升，但持续时间极短且整体吨钢盈利水平和螺纹钢不相上下，直到今年年初吨钢毛利才重返 500 元水平。盈利能力的持续下滑使得具备效率优势的民营企业也不愿再新上热轧产线，产能增速已逐步回落至个位数，新增热轧产能十分有限；

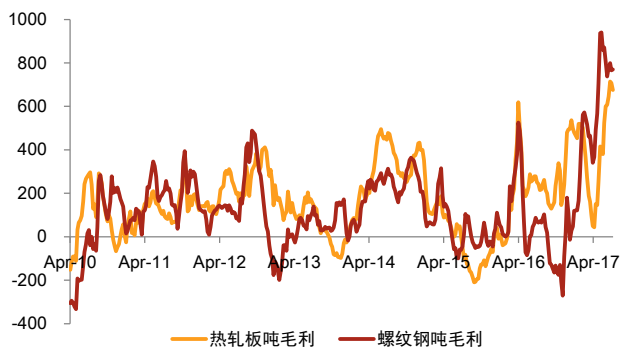
图表 16：2009 年后热板吨钢毛利低位徘徊



来源：中泰证券研究所

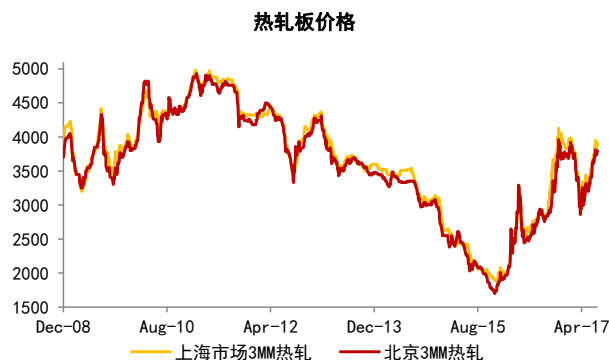
- 供需向好增加盈利弹性：**利率上升速度较慢导致地产销售下滑低于市场预期，库存进一步下降，地产投资依然偏强。宏观经济更多呈现偏平走势。同时工业企业近年来供给端调整充分，盈利时间跨度延长之后，会带来企业对经济中长期预期的改善并进一步修复资产负债表，增强制造业扩张动力。行业基本面复苏背景下，机械用钢、汽车板等制造业有望带来增量需求，而近年整体热板供给除宝钢湛江新投放的 550 万吨热轧产能外，几乎无明显新增产能。近期我们观察到热轧板材价格和盈利都在逐步回升，价格方面，2016 年平均价格为 2830 元/吨，2017 年上半年为 3430 元/吨，7 月已上升至 3823 元/吨；盈利方面，2016 年平均吨钢毛利为 229 元/吨，2017 年上半年为 365 元/吨，7 月已大幅飙升至 686 元/吨。随着供需面持续向好，产能利用率提升的同时公司盈利将更具弹性。

图表 17：近期热轧吨钢毛利接近螺纹钢



来源：中泰证券研究所

图表 18：热轧卷板价格逐步回升



来源：wind，中泰证券研究所

高端市场渐行渐近

钢板挺进高端市场

- **汽车板获国际市场通行证：**本钢汽车板生产已位于国内第一梯队，是国内少数几家能够批量生产高档轿车面板的钢铁企业之一。加磷高强钢系列、低合金高强钢系列、烘烤硬化钢系列、高强 IF 钢系列等冷轧和热镀锌产品成功通过了上汽通用、北京现代、一汽等多家知名汽车厂的认证，产品性能和表面质量良好，绝大部分品种已实现批量供货。冷轧板和热镀锌板 CR1-CR5、CR210P、CR340LA 共计 14 个钢种（牌号）通过美国通用汽车全球认证，这是继宝钢之后我国第二家通过此类产品认证的钢铁企业。此外，公司完成多家汽车厂 5 个车型的整车认证工作，宽幅汽车板已实现批量稳定供货；
- **新建冷轧产线定位高档板材：**本钢正在建设的重大项目是于 2012 年 3 月开工的冷轧高强钢改造工程，该项目将建设 1 条 2300mm 冷轧生产线，设计年产冷轧板卷 220 万吨，带钢宽度可达 2150mm、带钢强度可达 1380MPa，产品定位于高档汽车板、高档家电板、高强钢板以及超高强钢板。目前，该项目主体建设已经完成，预计 2017 年底全部达产，届时公司现有热轧板的附加值将得到提升，有助于公司加快实现产品结构优化升级及拓展高端产品市场。

图表 19：冷轧高强钢改造工程建设明细

主要建设内容		备注
冷轧高强钢改造工程	1条酸洗-轧机联合机组	其中酸洗-轧机联合机组、1~3#连续退火机组、纵剪机组、酸再生站将引进国外技术和关键设备。
	3条连续退火机组	
	3条重卷检查机组（带拉矫）	
	1条纵剪机组	
	3条半自动包装机组以及相配套的公用辅助生产设施	

来源：中泰证券研究所

定增落地指日可待

- **发行概要：**公司拟向不超过十名特定投资者非公开发行不超过 8.15 亿股人民币普通股，募集资金总额不超过 40 亿元，将募集到的实际金额应用于：冷轧高强钢改造工程（23 亿元）、三冷轧厂热镀锌生产线工程（7 亿元）和偿还银行贷款（10 亿元）。募集资金到位之前，公司将根据项目进展需要以自筹资金或银行贷款先行投入，并在募集资金到位之后按照相关程序予以置换。2017 年 6 月 13 日，公司本次非公开发行申请已获得审核通过；

图表 20：非公开发行募集资金应用项目

序号	项目名称	预计总投资额 (万元)	募集资金投资额 (万元)
1	冷轧高强钢改造工程	610,000	230,000
2	三冷轧厂热镀锌生产线工程	86,918	70,000
3	偿还银行贷款	100,000	100,000
合计		796,918	400,000

来源：中泰证券研究所

- **优化财务结构：**本次非公开发行除新建冷轧产线、优化产品结构外，也将优化公司财务结构。目前公司资产负债率为 73%，高于行业平均水平 64.33%，且超过一半均为短期借款。通过非公开发行股份的方式以股权进行融资改善公司负债结构，将较大程度上优化财务结构，增强公司运营的稳定性，提高公司的综合抗风险能力。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 我们对公司主要产品销量、单价、销售收入、销售成本的假设及预测如下表。预测公司 2017/18 年归属母公司净利润为 19.08 亿、20.29 亿元，增速分别为 144.25%、6.31%。对应 EPS 分别为 0.61、0.65 元。

图表 21：主要产品销量、单价、吨钢毛利预测

		2015	2016	2017E	2018E
产量	热轧板	733	666	650	660
	冷轧板	352	432	595	605
	特钢	68	68	70	68
	合计	1153	1166	1315	1333
钢板单价（元/吨）		2693	2691	3444	3551
单位成本（元/吨）		2745	2340	2902	3001
吨钢毛利		(52)	351	543	551

来源：中泰证券研究所

投资建议

- 公司作为国内最具代表性的热轧板材企业，企业盈利跟随行业基本面变化。在宏观经济企稳背景下，机械、汽车等制造行业扩张将带来产品增量需求，近几年行业供给端调整充分，公司盈利能力有望进一步提升。我们预计 2017/18 年公司 EPS 分别为 0.61 元、0.65 元，给予“买入”

评级。

风险提示

- 通胀和利率上行过快。

图表 22：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	41,422	29,254	29,526	41,878	43,870	46,200
增长率	2.71%	-29.4%	0.9%	41.8%	4.8%	5.3%
营业成本	-38,489	-29,812	-25,678	-35,837	-37,651	-39,613
% 销售收入	92.9%	101.9%	87.0%	85.6%	85.6%	85.7%
毛利	2,933	-558	3,848	6,041	6,219	6,587
% 销售收入	7.1%	-1.9%	13.0%	14.4%	14.2%	14.3%
营业税金及附加	-118	-52	-148	-149	-164	-180
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-863	-919	-903	-1,225	-1,318	-1,380
% 销售收入	2.1%	3.1%	3.1%	2.9%	3.0%	3.0%
管理费用	-900	-734	-701	-999	-1,053	-1,105
% 销售收入	2.2%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	1,052	-2,263	2,097	3,669	3,683	3,923
% 销售收入	2.5%	-7.7%	7.1%	8.8%	8.4%	8.5%
财务费用	-717	-1,063	-968	-1,163	-1,038	-1,138
% 销售收入	1.7%	3.6%	3.3%	2.8%	2.4%	2.5%
资产减值损失	-29	-514	-136	-125	-140	-152
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	21	7	2	7	5	5
% 税前利润	5.9%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	327	-3,833	995	2,388	2,511	2,638
营业利润率	0.8%	-13.1%	3.4%	5.7%	5.7%	5.7%
营业外收支	27	152	44	77	78	72
税前利润	354	-3,681	1,039	2,464	2,589	2,710
利润率	0.9%	-12.6%	3.5%	5.9%	5.9%	5.9%
所得税	-39	440	-213	-396	-437	-467
所得税率	11.0%	12.0%	20.5%	16.1%	16.9%	17.2%
净利润	315	-3,241	825	2,068	2,152	2,243
少数股东损益	82	53	44	160	123	147
归属于母公司的净利润	233	-3,294	781	1,908	2,029	2,096
净利率	0.6%	-11.3%	2.6%	4.6%	4.6%	4.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	9,793	5,140	12,932	-8,810	-5,963	-3,198
应收款项	2,835	3,090	2,772	4,003	4,108	4,356
存货	11,008	8,602	9,782	12,482	13,235	13,882
其他流动资产	1,701	1,005	1,011	1,205	1,241	1,278
流动资产	25,337	17,837	26,498	8,879	12,621	16,318
% 总资产	51.5%	40.1%	48.9%	24.6%	32.1%	38.6%
长期投资	20	20	15	15	15	15
固定资产	23,361	25,697	26,907	26,526	25,910	25,224
% 总资产	47.5%	57.8%	49.7%	73.4%	66.0%	59.7%
无形资产	271	266	260	248	237	226
非流动资产	23,834	26,625	27,658	27,265	26,638	25,941
% 总资产	48.5%	59.9%	51.1%	75.4%	67.9%	61.4%
资产总计	49,171	44,462	54,156	36,145	39,259	42,259
短期借款	18,780	19,574	19,200	438	438	438
应付款项	13,217	9,387	16,192	14,843	15,802	16,553
其他流动负债	95	153	145	177	181	187
流动负债	32,092	29,113	35,537	15,458	16,421	17,177
长期贷款	815	1,006	3,449	3,449	3,449	3,449
其他长期负债	0	1,490	1,495	1,495	1,495	1,495
负债	32,906	31,609	40,481	20,402	21,364	22,121
普通股股东权益	15,385	11,934	12,715	14,624	16,652	18,749
少数股东权益	452	505	549	709	832	979
负债股东权益合计	49,171	44,462	54,156	36,145	39,259	42,259

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	315	-3,241	825	2,068	2,152	2,243
少数股东损益	0	0	0	160	123	147
非现金支出	2,033	2,345	1,989	2,123	2,238	2,365
非经营收益	735	605	1,135	429	54	61
营运资金变动	-215	-2,015	5,608	-5,565	-71	-327
经营活动现金净流	2,868	-2,305	9,557	-785	4,495	4,489
资本开支	638	3,451	2,336	1,529	1,393	1,444
投资	530	0	-253	0	0	0
其他	21	7	2	7	5	5
投资活动现金净流	-87	-3,444	-2,587	-1,522	-1,387	-1,439
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	3,425	1,545	1,346	-18,762	0	0
其他	-1,332	-511	-655	-513	-138	-138
筹资活动现金净流	2,094	1,035	691	-19,276	-138	-138
现金净流量	4,875	-4,714	7,661	-21,583	2,970	2,913

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.074	-1.050	0.249	0.609	0.647	0.668
每股净资产 (元)	4.906	3.806	4.055	4.663	5.310	5.978
每股经营现金净流 (元)	0.915	-0.735	3.048	-0.301	1.394	1.385
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	1.51%	-27.60%	6.14%	13.05%	12.18%	11.18%
总资产收益率	0.48%	-7.48%	1.45%	5.34%	5.22%	5.01%
投入资本收益率	3.65%	-6.79%	6.81%	10.43%	10.62%	11.48%
增长率						
营业总收入增长率	2.71%	-29.38%	0.93%	41.84%	4.76%	5.31%
EBIT增长率	72.90%	-315.08%	192.67%	74.95%	0.39%	6.50%
净利润增长率	-15.53%	-1514.76%	123.72%	144.25%	6.31%	3.32%
总资产增长率	14.11%	-9.63%	22.01%	-33.26%	8.62%	7.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.7	6.1	6.9	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	107.2	120.0	130.7	127.1	128.3	127.9
应付账款周转天数	76.9	84.5	76.0	78.8	77.9	78.2
固定资产周转天数	157.4	232.0	251.8	177.7	163.2	147.4
偿债能力						
净负债/股东权益	61.89%	136.10%	84.53%	92.56%	64.88%	43.49%
EBIT利息保障倍数	1.5	-2.1	2.2	3.2	3.5	3.4
资产负债率	67.51%	71.76%	75.32%	57.09%	54.99%	52.86%

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。