祁 连 山(600720)/水泥制造　　甘青水泥龙头，受益未来区域需求高增长

评级：增持(首次)

市场价格：10.19

目标价格：12

分析师：黄诗涛

执业证书编号：S0740517010006

电话：

Email：huangst@r.qlzq.com.cn

联系人：张琰

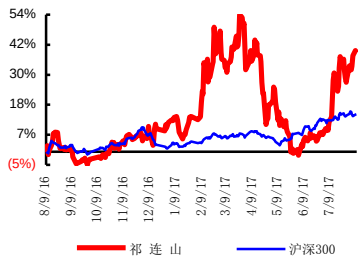
电话：021-20315169

Email：zhangyan@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,498
流通股本(百万股)	1,498
市价(元)	10.78
市值(百万元)	16,144
流通市值(百万元)	16,144

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）	4,843	5,114	6,016	6,683	6,950
增长率 yoy%	-21.22%	5.62%	17.63%	11.08%	3.99%
净利润	179	167	551	657	699
增长率 yoy%	-68.10%	-7.06%	230.49%	19.30%	6.39%
每股收益（元）	0.23	0.21	0.71	0.85	0.90
每股现金流量	0.83	1.10	1.61	1.15	2.60
净资产收益率	3.73%	3.42%	11.07%	12.09%	11.80%
P/E	44.14	47.49	14.37	12.04	11.32
P/B	1.64	1.62	1.59	1.46	1.34

备注：

投资要点

- **公司是甘青地区水泥龙头企业，区域内供需格局良好。**甘肃省 2016 年熟料年总产能 4237 万吨，其中祁连山拥有熟料年产能 2145.2 万吨，占比高达 50.6%。青海省 2016 年熟料总产能 1565.5 万吨，其中最大的金圆占据 434 万吨，祁连山 310 万吨紧随其后，占比 20%。产能优势使得祁连山在甘青地区拥有强大的话语权。**甘青两地熟料过剩情况并不严重。**甘肃省 2016 年产能利用率达到 73%，青海省高达 87%。健康的整体供需为价格维持奠定了良好的基础。

- **甘青区域内基础设施建设水平较差，未来潜在需求旺盛。** 甘肃“十三五”基建规划将逐步落地，铁路方面总建设规模 1618 公里，省内总投资 1664 亿元。公路方面，到 2020 年，目标甘肃省骨干公路网全部建成，高速公路通车里程达 7300 公里。经过我们简单测算，1600 公里的铁路规划将拉动约 1600 万吨水泥需求，叠加公路规划，整体水泥需求拉动在 2000 万吨以上，每年 500 万吨左右。**我们预计 18 年基建集中落地将拉动甘肃水泥需求加速回暖。建立在当前区域产能利用率较高的基础上，未来水泥价格将具有明显弹性。同时青海及藏区的基建需求释放也将利好公司盈利。**

- **供给侧深化，行业协同进一步加强。**当前全国水泥供给侧改革呈现持续增强态势，环保标准进一步趋严（排放、矿山控制等），小企业的生存环境将进一步被压缩；同时行业供给侧改革的长效机制逐步建立，龙头企业的集中度有望进一步提升。我们认为短期公司在甘青地区与海螺等企业的协同关系未来将进一步加强，长期行业的进一步整合也值得期待，未来区域格局将更好。

- **“两材”合并有利于区域水泥集中度的提升。**随着“两材”合并落地，预计未来集团层面的整合将进一步深化，西北水泥集中度和竞争格局将进一步优化。

- **公司盈利能力创历史新高，但估值仍处低位，具备安全边际。**公司中报预期二季度单季实现**归母净利润约 3 亿元**，处于历史高位，但是公司 PB 水平当前仅为 1.6 倍，处于上市以来相对较低水平。我们认为公司安全边际充足，未来在行业供需两端进一步改善的趋势下，股价将有明显弹性。

- **投资建议：**我们保守预计公司 2017-2019 年业绩为 **5.5 亿，6.6 亿，7.0 亿**，EPS 0.71,0.85,0.90。对应当前 PE 为 14X，12X，11X。考虑到公司区域内需求具备的成长属性，和供给端未来进一步向好的趋势，给予“增持”评级。

- **风险提示事件：**地产投资大幅下滑；产能过度释放

内容目录

公司是中建材旗下甘青地区水泥龙头 - 4 -
甘青地区水泥龙头企业，市占率分别位居两省的第一和第二 - 4 -
甘青两省竞争格局健康，龙头公司拥有主导权 - 5 -
甘肃：协同有力价格高，未来需求弹性大 - 6 -
甘肃竞争格局分析，祁连山布局优势明显 - 6 -
甘肃需求有潜力，盈利弹性大 - 7 -
青海：具备潜力的稳定盈利区域 - 9 -
两材合并继续深化，区域集中度有望提升 - 11 -
投资建议 - 11 -
风险提示事件 - 12 -

图表目录

图表 1：公司近年水泥和熟料销量（万吨） - 4 -
图表 2：公司近年收入情况 - 4 -
图表 3：2016 年各项业务营收占比 - 4 -
图表 4：公司归母净利润 - 4 -
图表 5：公司股权结构图 - 5 -
图表 6： 2016 年西北各省熟料产能利用率 - 5 -
图表 7：甘肃省熟料产能格局 - 6 -
图表 8：青海省熟料产能格局 - 6 -
图表 9：祁连山主要熟料生产线布局图 - 6 -
图表 10：甘肃水泥产量 - 8 -
图表 11：甘肃兰州水泥价格 - 8 -
图表 12：甘肃省固投完成额及增速 - 8 -
图表 13：甘肃省固投新开工项目个数 - 8 -
图表 14：甘肃省房屋新开工面积 - 8 -
图表 15：甘肃省房地产开发投资额 - 8 -
图表 16：青海省固投完成额及增速 - 9 -
图表 17：青海省固投新开工项目个数 - 9 -
图表 18：青海省房地产新开工面积 - 9 -
图表 19：青海省房地产开发投资额 - 9 -
图表 20：青海格尔木金圆的水泥可以外运至拉萨地区 - 10 -

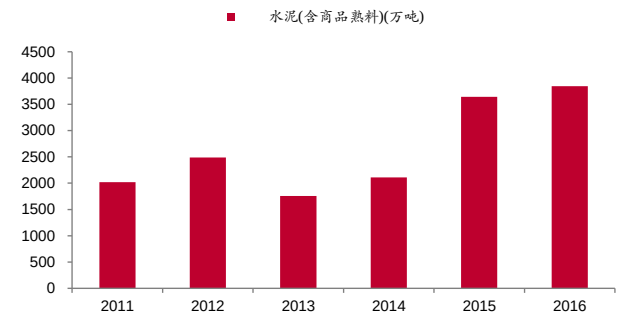
图表 21：西宁水泥价格走势 ..... - 10 -
图表 22：西北地区中建材旗下水泥公司业务范围 ..... - 11 -
图表 23：祁连山历史 PB 情况 ..... - 12 -

公司是中建材旗下甘青地区水泥龙头

甘青地区水泥龙头企业，市占率分别位居两省的第一和第二

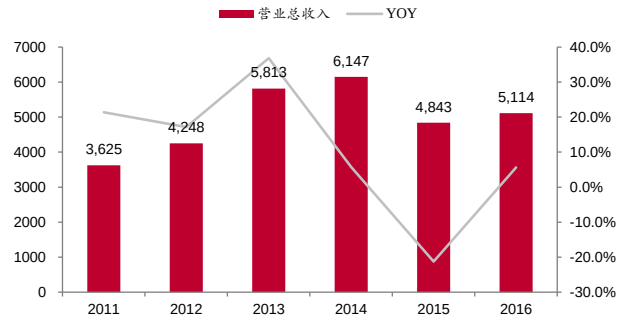
- **祁连山是甘青地区最大的水泥生产企业，2016 年水泥和熟料收入占到公司营业收入的 90%以上。**截至 2016 年，公司拥有水泥产能 2800 万吨，商混产能 635 万立方米，余热发电容量 98MW。2016 年公司销售水泥和熟料合计 2179 万吨，实现营业收入 51.14 亿元。从 2016 年水泥的销量看，甘肃市占率约为 42%，青海市占率超过 20%，是区域内的绝对龙头。

图表 1：公司近年水泥和熟料销量（万吨）



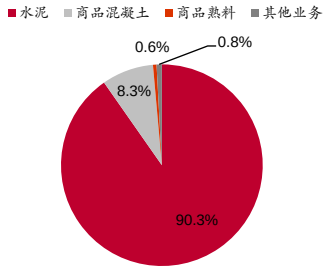
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：公司近年收入情况



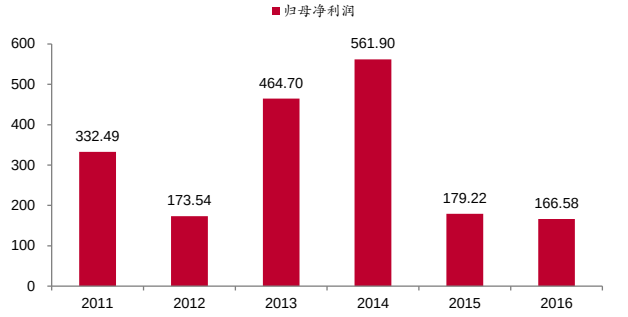
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：2016 年各项业务营收占比



来源：wind，中泰证券研究所

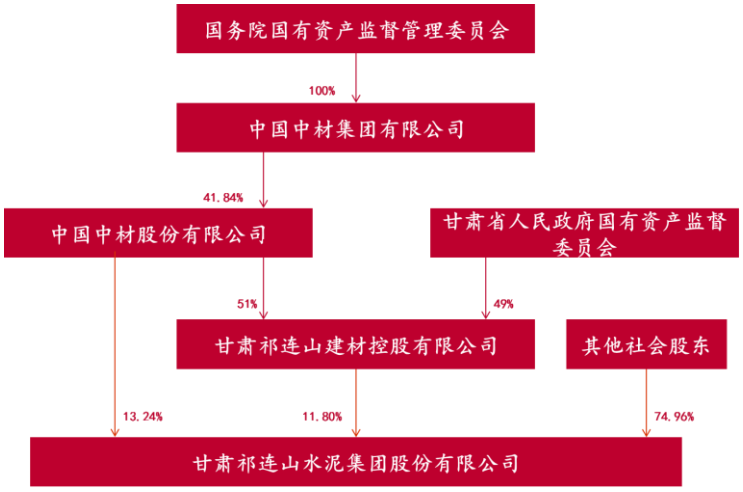
图表 4：公司归母净利润



来源：wind，中泰证券研究所

- **公司于 1996 年上市，目前实际控制人是中国建材集团。**1996 年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司成立，经营范围包括水泥研究开发、制造、批发零售，成为一家国有控股的上市公司。2009 年，中国中材股份通过增资扩股和受让股权的方式获得甘肃祁连山建材控股 51%的股权，成为甘肃祁连山水泥集团股份有限公司的实际控制人。**2016 年中国中材集团和中国建筑材料公司重组，更名为中国建材集团有限公司。目前，实控人中建材合计持有公司 19.26%股权。**

图表 5：公司股权结构图

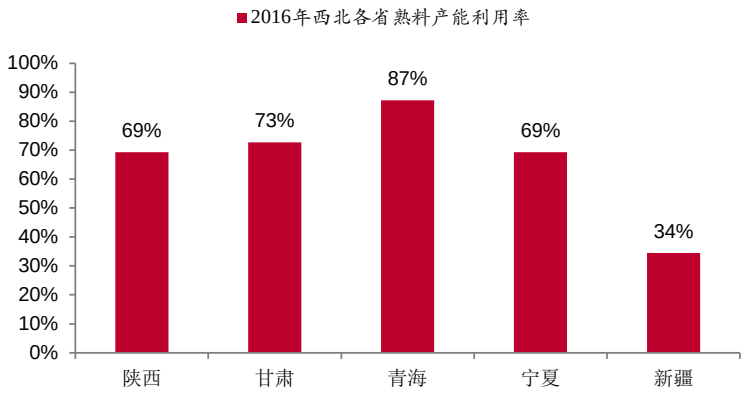


来源：wind，中泰证券研究所

甘青两省竞争格局健康，龙头公司拥有主导权

- **甘青两地熟料产能利用率位居西北各省前列，过剩情况并不严重。**甘肃省 2016 年熟料产量为 3079 万吨，产能利用率达到 73%；青海省熟料产量 1324 万吨，产能利用率高达 87%。从新增产线看，2017 年整个甘青两地均没有新增产线投放。**区域供给侧总量维持平稳，行业维持健康运行。**

图表 6： 2016 年西北各省熟料产能利用率

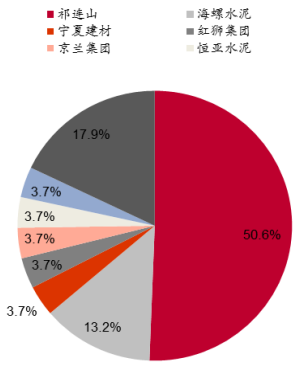


来源：数字水泥网，中泰证券研究所

- **甘青地区熟料产能集中度较高，行业协同基础良好**

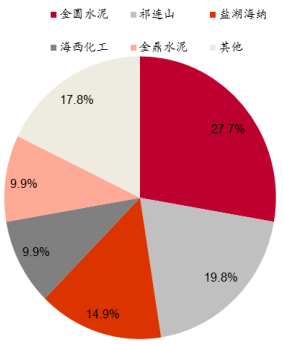
  甘肃省 2016 年熟料年统计产能 4237 万吨，其中，祁连山产能超过 2100 万吨，占 51%，海螺水泥占 13.2%，企业集中度 CR7 超过 80%，集中度极高；**青海省** 2016 年熟料总产能 1560 万吨左右，其中最大的金圆占据 434 万吨，祁连山 310 万吨紧随其后，占比 20%。集中度同样相对较高。**竞争格局良好，区域内大企业拥有较强话语权，为行业间的协同奠定了良好的基础。**

图表 7：甘肃省熟料产能格局



来源：中泰证券研究所

图表 8：青海省熟料产能格局



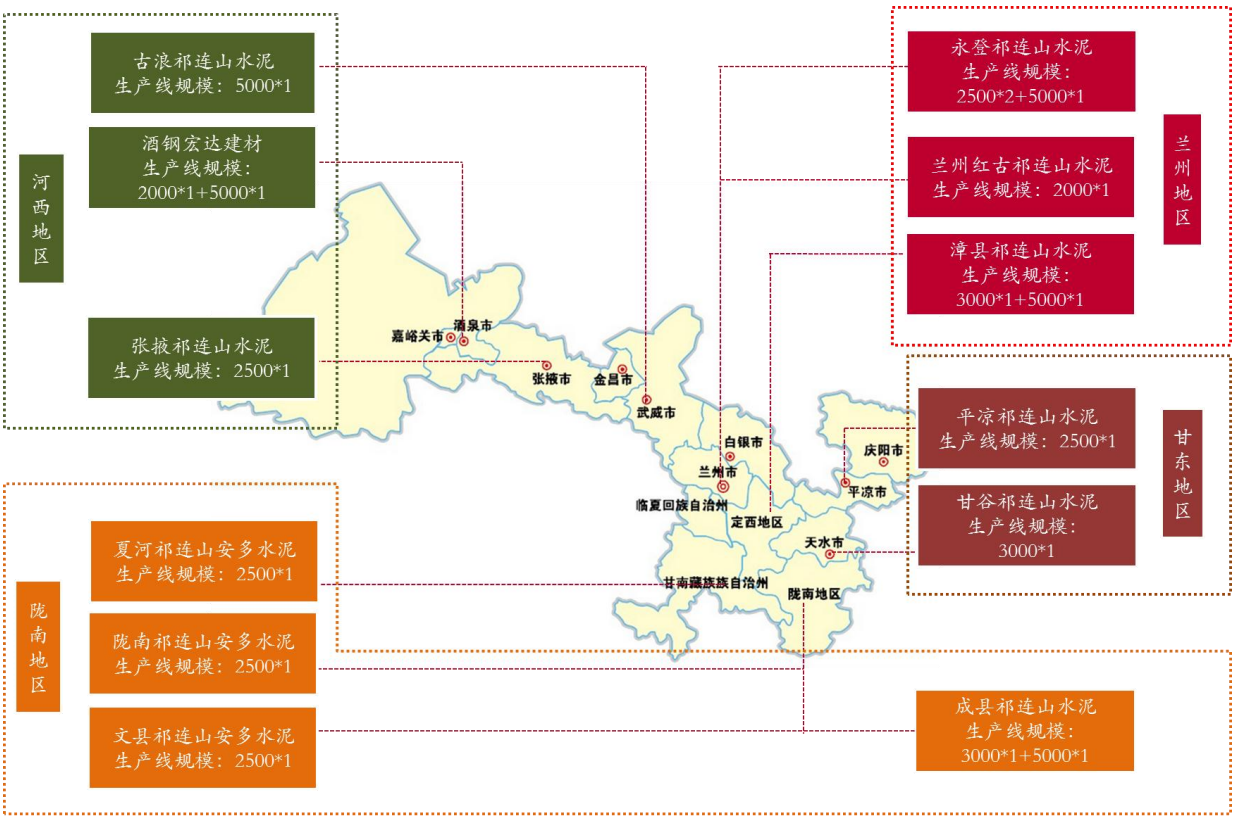
来源：中泰证券研究所

甘肃：协同有力价格高，未来需求弹性大

甘肃竞争格局分析，祁连山布局优势明显

- **甘肃省地域狭长，需求较为分散，祁连山布局完善。**通常我们将甘肃水泥市场划分为四大块：1. 需求最大、竞争激烈的兰州地区（兰州、定西、白银等）；2. 祁连山一家独大的陇南地区（陇南等） 3. “三足鼎立”的甘东地区（天水、平凉等）；4. 地域广阔、需求分散的河西地区（张掖、酒泉、嘉峪关等）。**祁连山在各个区域均有布局和较强的竞争实力，是当之无愧的区域龙头。**

图表 9：祁连山主要熟料生产线布局图



来源：中国水泥网，中泰证券研究所

- **祁连山在全省各区域均具有竞争优势：**

  1、兰州地区竞争力格局相对复杂，祁连山、金兰、海螺、红狮、宁夏水泥龙头企业等在区域内均有一定产能布局，且相差不大，竞争格局相对复杂，但是因为区域整体需求总量较大，总体协同态势维持良好，祁连山在区域内具备较强话语权；

  2、陇南地区仅有两家企业，祁连山在区域内的产能占比达到 80%，基本处于垄断地位，近年，随着区域内重要基建工程的开工，陇南区域成为祁连山核心盈利区域之一；**我们预计未来 3 年区域内需求将维持较高水平，祁连山陇南地区的盈利将维持高位**

  3、甘东地区集中度较高，区域内海螺产能最大，祁连山位居次席，两家大企业在区域内具有较强的控制能力，区域内价格、盈利能力整体维持稳定；

  4、河西区域地域广阔，需求分散，区域内集中度不高，但是祁连山在区域内仍然有 300 万吨左右产能，占比约为 35%；**但是区域因为地域过为宽广，产线布局分散，导致小粉磨站较多，边缘地区有一定熟料流入；但是由于运输问题，所以对甘肃其他区域冲击并不明显明显。**

- **环保趋严、供给侧逐渐深化，区域龙头将继续稳固其地位。**根据最新的环保督查整改清单，甘肃省要求 2017 年 8 月底前全面停止祁连山保护区核心区、缓冲区内所有探采矿活动，2018 年底前全面清理推出，2020 年前全面消除自然保护区内矿山地质环境问题。**环保趋严迫使该区域内的违规企业、中小企业逐步退出，有利于合法拥有石灰石资源的龙头企业；与此同时，水泥行业供给侧改革也在不断深化中，未来西北区域的企业间整合和产量去化值得期待。**

甘肃需求有潜力，盈利弹性大

- **今年甘肃固定资产投资数据萎靡，需求不振，甘肃水泥产量在前 6 个月累计同比下滑 13%。**从固定资产投资的数据来看，2017 年 6 月固定资产投资完成额同比下滑 36.3%，固定资产投资新开工项目个数同比下滑 49%；房屋新开工面积 6 月累计同比去年下降 10%。**我们认为主要是由于区域内较多重点工程项目延期所致。**但是从房地产开发投资额的数据来看，整个房地产市场正在逐步回暖。

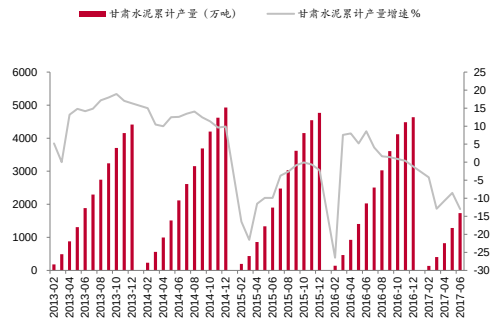
- **虽然目前需求端下滑明显，但是甘肃的水泥价格依然维持在 300 元以上的高位，得益于行业间的有效协同。**在国家供给侧改革逐步推进的大背景下，水泥行业间的自律、环保要求的趋严，使得甘肃水泥企业错峰限产的执行情况比较到位，保证了甘肃水泥价格在需求下滑的情况下仍然保持较高的位置。根据国家工信部和环保部联合下发的通知，江北的水泥生产企业在 2016-2020 年间必须执行水泥错峰生产。今年冬季，全省 19 户水泥企业 47 台水泥窑停止水泥熟料生产 90 天。**我们认为甘肃区域集中度相对较高，企业对产能的控制能力较强，而未来企业间的错峰和协同也将进一步趋向常态化；区域内的价格将随着需求释放稳中有升。**

- **“十三五”基建规划将逐步落地，预计 18 年水泥需求将加速回暖。铁路方面，**按照《甘肃省“十三五”铁路发展规划》，“十三五”甘肃省有 7 项续建铁路项目完成，总建设规模 1618 公里，建成后将新增营运里程 1402 公里，新增电气化里程、复线里程 1402 公里和 1174 公里，省内总投资 1

664 亿元。**公路方面**，到 2020 年，目标甘肃省骨干公路网全部建成，高速公路通车里程达 7300 公里，实现县县通高速、乡镇通国省道、村村通沥青或水泥路、省际出口公路畅通、口岸公路畅通，国省干线服务水平明显提升。我们**简单测算，1600 公里的铁路规划将拉动约 1600 万吨水泥需求，叠加公路规划，整体水泥需求拉动在 2000 万吨以上，每年 500 万吨左右，约占当前每年水泥需求的 10%左右。**

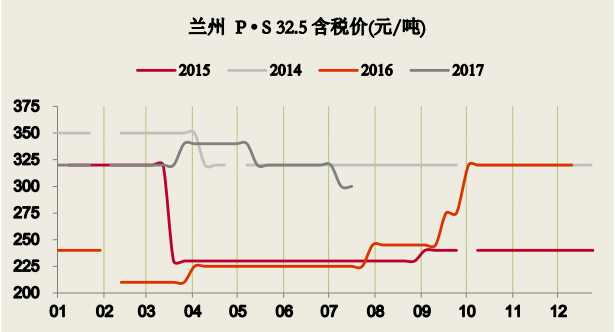
■ **我们认为甘肃区域内基础设施建设水平较差，未来潜在需求旺盛。**基建未来集中落地将大幅拉动区域内水泥的整体需求。建立在当前区域产能利用率较高的基础上，未来供需格局将进一步改善，水泥价格将具有明显弹性。

图表 10：甘肃水泥产量



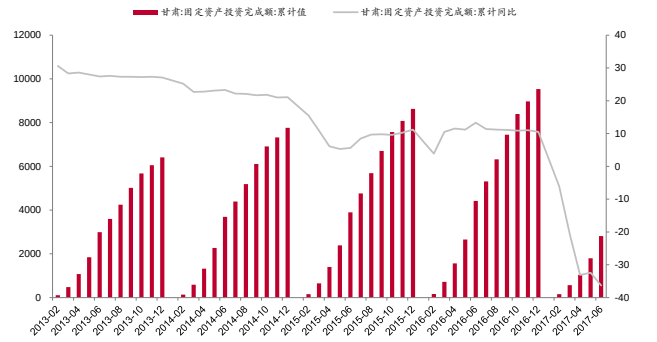
来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：甘肃兰州水泥价格



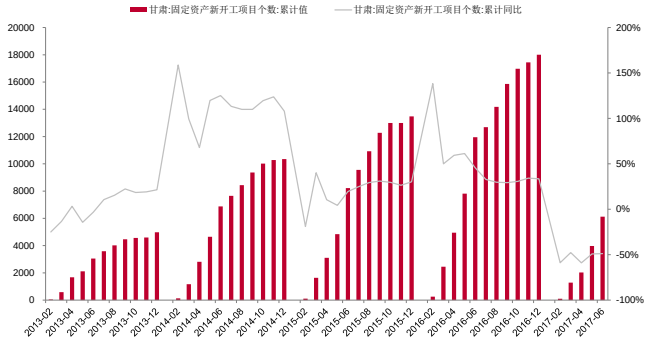
来源：数字水泥网，中泰证券研究所

图表 12：甘肃省固投完成额及增速



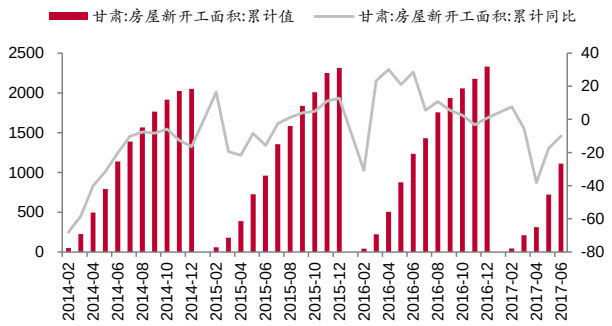
来源：wind，中泰证券研究所

图表 13：甘肃省固投新开工项目个数



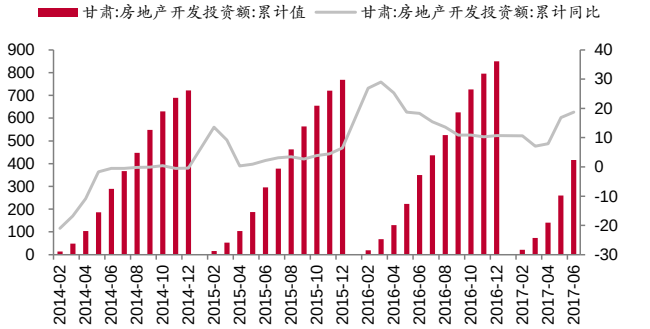
来源：wind，中泰证券研究所

图表 14：甘肃省房屋新开工面积



来源：wind，中泰证券研究所

图表 15：甘肃省房地产开发投资额

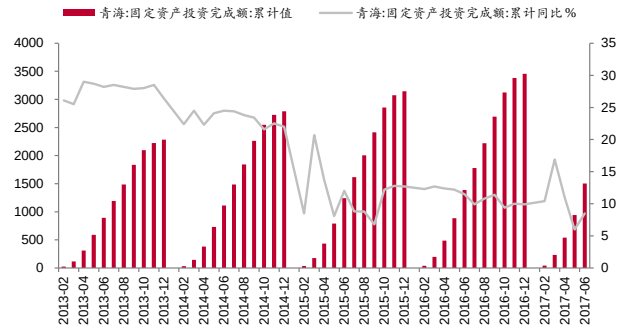


来源：wind，中泰证券研究所

青海：具备潜力的稳定盈利区域

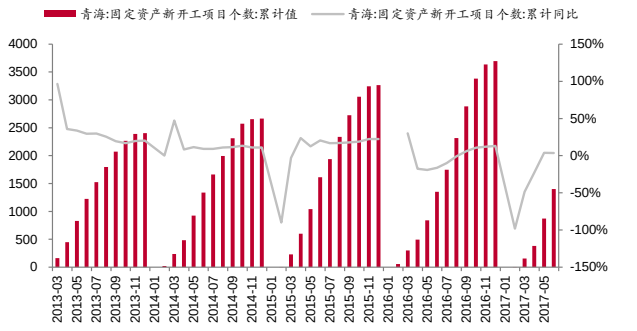
■ **青海省水泥需求保持稳定，基建是区域内需求重要抓手。**青海省固定资产投资增速保持稳健，1-6 月同比去年提高 8.5%；房地产新开工面积 1-6 月累计同比下滑 22%，房地产开发投资额累计同比微幅下跌。**从水泥产量看，青海水泥产量前 6 个月累计基本维持稳定。**

图表 16：青海省固投完成额及增速



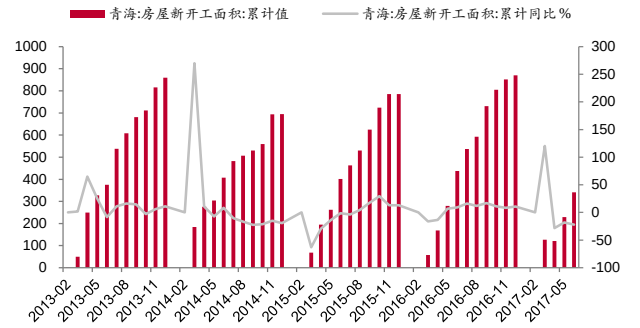
来源：wind，中泰证券研究所

图表 17：青海省固投新开工项目个数



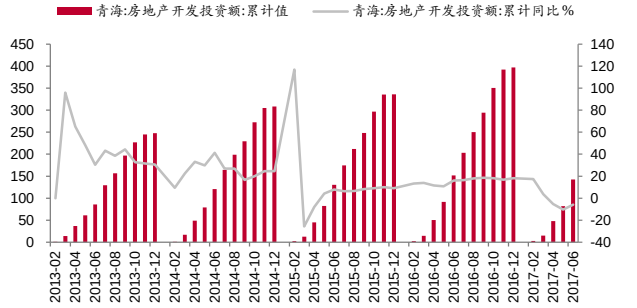
来源：wind，中泰证券研究所

图表 18：青海省房地产新开工面积



来源：wind，中泰证券研究所

图表 19：青海省房地产开发投资额



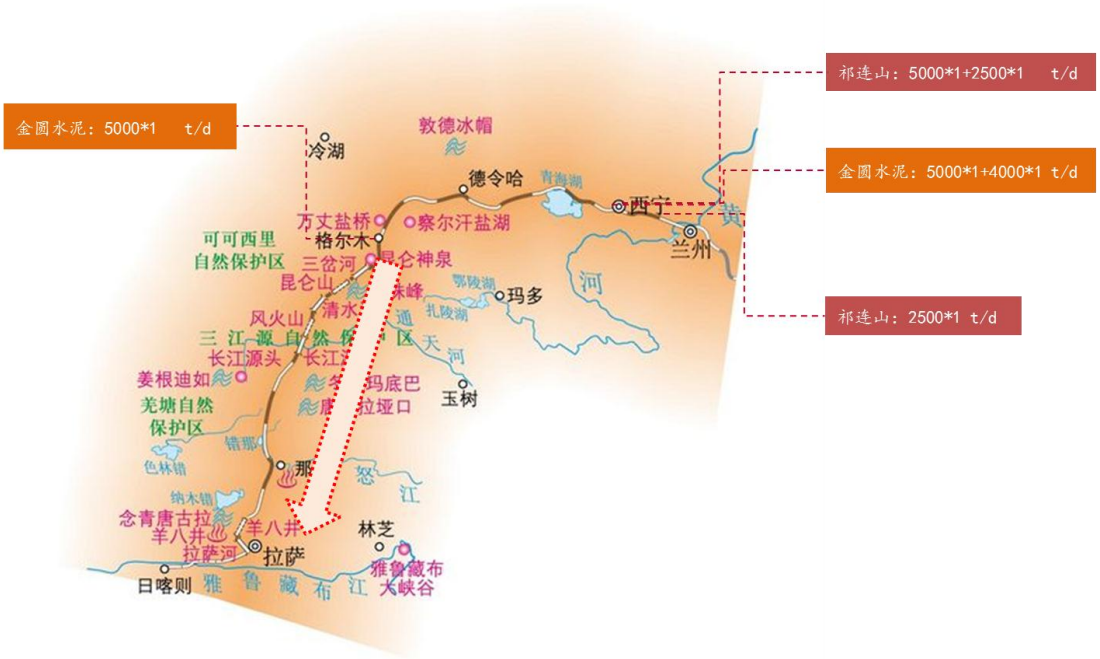
来源：wind，中泰证券研究所

■ **十三五期间，青海省基建将继续发力，带动水泥需求。**公路方面，根据《青海省交通运输“十三五”发展规划》，“十三五”期间，计划建设高速公路 2660 公里(含续建 1858 公里)，目标是高速化公路骨架基本形成，通车里程突破 5000 公里(含一级公路)，城镇人口 20 万以上城市和市州行政中心全部通高速公路。铁路方面，计划到 2020 年，全省铁路通车里程将达到 3 200 公里，较“十二五”末增加 1100 公里。我们认为青海省的基础设施建设水平仍有大幅提升空间，未来建设空间巨大。

■ **藏区大建设规划有利青海水泥行业。**目前，西藏自治区新型干法水泥生产线 6 条、设计熟料产能 330 万吨，其中西藏天路和华新水泥各控制 50%的熟料产能。**2016 年区域内水泥产量约为 600 万吨，需求量约为 800 万吨，存在明显供需缺口（主要由青海部分企业如金圆补供）。**因而区域内当前水泥价格明显高于全国其他区域。当前水泥价格约为 740/吨（含税）。但是短期目前在建的产线只有西藏藏中的 4000t/d 产线（归属西藏天路，将于

年底投产，今年无法贡献产能增量）还有即将开工的华新水泥西藏三期工程 2000t/d 产线（预计 18 年年中贡献增量）。**随着藏区的基建工程落地，我们认为藏区的水泥供需缺口可能会进一步拉大，而青海区域向藏区的水泥外供将在近年减少西宁水泥压力，改善市场供需关系。有利于祁连山西宁地区产能维持高位盈利水平。**

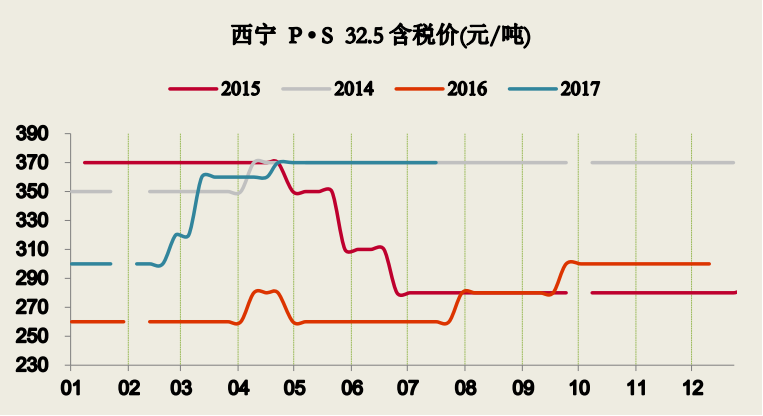
图表 20：青海格尔木金圆的水泥可以外运至拉萨地区



来源：中泰证券研究所

■ **青海是祁连山重要稳定盈利区域：**经过年初一系列淡季限产和行业自律措施，上半年青海省水泥市场价格一路攀升，5 月后保持在 370 元左右，较上年同期平均提高 100 元左右，企业盈利能力出现大幅回暖。需求端支撑有力，产能利用率较高，区域集中度较高。**我们认为后续青海地区水泥价格仍然将维持强势，是祁连山的重要盈利来源。**

图表 21：西宁水泥价格走势



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

两材合并继续深化，区域集中度有望提升

- **“两材”合并有利于区域水泥集中度的提升。**2010 年中材集团收购祁连山时做出承诺将解决旗下三家公司：祁连山、天山股份、宁夏水泥龙头企业（原赛马实业）的同业竞争问题。其中，宁夏水泥龙头企业在甘肃、青海的生产线与祁连山构成同业竞争，2010 年中材集团收购公司时曾经承诺在 2-3 年内“将存在同业竞争的水泥生产线以收购或托管的方式解决”，但是进展低于预期。随着 2016 年“两材”合并落地，我们预计未来集团层面的平台整合将进一步深化，“两材”旗下的同业竞争问题有望真正得到解决，未来西北区域的集中度和竞争格局将有望进一步优化。

图表 22：西北地区中建材旗下水泥公司业务范围

省份	中建材旗下水泥公司
甘肃	祁连山、宁夏水泥龙头企业
青海	祁连山
新疆	天山股份
宁夏	宁夏水泥龙头企业
内蒙古	中联水泥、北方水泥、宁夏水泥龙头企业

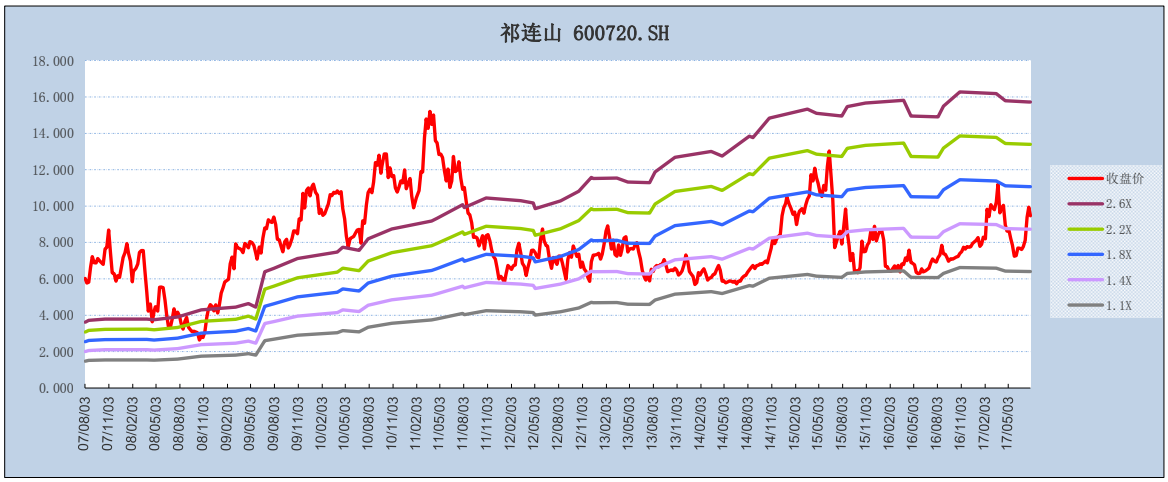
来源：中泰证券研究所

投资建议

- **公司是甘青地区水泥龙头企业，区域内供需格局良好。**甘肃省 2016 年熟料年总产能 4237 万吨，其中祁连山拥有熟料年产能 2145.2 万吨，占比高达 50.6%。青海省 2016 年熟料总产能 1565.5 万吨，其中最大的金圆占据 434 万吨，祁连山 310 万吨紧随其后，占比 20%。产能优势使得祁连山在甘青地区拥有强大的话语权。**甘青两地熟料过剩情况并不严重。**甘肃省 2016 年水泥产能利用率达到 73%，青海省高达 87%。供给端的平稳为价格维持奠定了良好的基础。
- **甘青区域内基础设施建设水平较差，未来潜在需求旺盛。** 甘肃“十三五”基建规划将逐步落地，铁路方面总建设规模 1618 公里，省内总投资 1664 亿元。公路方面，到 2020 年，目标甘肃省骨干公路网全部建成，高速公路通车里程达 7300 公里。经过我们简单测算，1600 公里的铁路规划将拉动约 1600 万吨水泥需求，叠加公路规划，整体水泥需求拉动在 2000 万吨以上，每年 500 万吨左右。**我们预计 18 年基建集中落地将拉动甘肃水泥需求加速回暖。建立在当前区域产能利用率较高的基础上，未来水泥价格将具有明显弹性。同时青海藏区的基建需求释放也将利好公司盈利。**
- **供给侧深化，行业协同进一步加强。**当前全国水泥供给侧持续增强，环保标准进一步趋严（排放、矿山控制等），小企业的生存环境将进一步被压缩；同时行业供给侧改革的长效机制逐步建立，龙头企业的集中度有望进一步提升。我们认为短期公司在甘青地区与海螺等企业的协同关系未来将进一步加强，长期行业的进一步整合也值得期待，未来区域格局将会更好。
- **“两材”合并有利于区域水泥集中度的提升。**随着 2016 年“两材”合并落地，我们预计未来集团层面的整合将进一步深化，“两材”旗下的同业竞争问题有望真正得到解决，未来西北区域的集中度和竞争格局将有望进一步优化。

- **公司单季盈利能力创近年新高，但估值仍处低位，具备安全边际。**公司中报预期二季度单季实现归母净利润约 3 亿元，处于历史高位，但是公司 PB 水平当前仅为 1.6 倍，处于上市以来相对较低水平。我们认为公司安全边际充足，未来在行业供需两端进一步改善的趋势下，股价将有明显弹性。
- **我们保守预计公司 2017-2019 年业绩为 5.5 亿，6.6 亿，7.0 亿，EPS 0.71,0.85,0.90。对应当前 PE 为 14X，12X，11X。考虑到公司区域内需求具备的成长属性，和供给端未来进一步向好的趋势，给予“增持”评级。**

图表 23：祁连山历史 PB 情况



来源：中泰证券研究所

风险提示事件

- 宏观经济风险，区域内基建开工不达预期

附：公司主要财务数据

损益表（人民币百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**4,843**	**5,114**	**6,016**	**6,683**	**6,950**
增长率	*-21.2%*	*5.6%*	*17.6%*	*11.1%*	*4.0%*
营业成本	-3,778	-3,670	-4,434	-4,885	-5,064
% 销售收入	*78.0%*	*71.8%*	*73.7%*	*73.1%*	*72.9%*
毛利	1,064	1,444	1,582	1,798	1,886
% 销售收入	*22.0%*	*28.2%*	*26.3%*	*26.9%*	*27.1%*
营业税金及附加	-43	-55	-60	-67	-69
% 销售收入	*0.9%*	*1.1%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
营业费用	-314	-325	-301	-334	-347
% 销售收入	*6.5%*	*6.4%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*
管理费用	-543	-593	-523	-575	-598
% 销售收入	*11.2%*	*11.6%*	*8.7%*	*8.6%*	*8.6%*
息税前利润（EBIT）	165	471	698	822	871
% 销售收入	*3.4%*	*9.2%*	*11.6%*	*12.3%*	*12.5%*
财务费用	-258	-186	-175	-154	-137
% 销售收入	*5.3%*	*3.6%*	*2.9%*	*2.3%*	*2.0%*
资产减值损失	27	154	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	175	2	60	60	60
% 税前利润	*81.3%*	*0.5%*	*8.2%*	*7.0%*	*6.6%*
营业利润	108	442	602	748	814
营业利润率	*2.2%*	*8.6%*	*10.0%*	*11.2%*	*11.7%*
营业外收支	107	52	126	113	99
税前利润	**215**	**494**	**728**	**861**	**913**
利润率	*4.4%*	*9.7%*	*12.1%*	*12.9%*	*13.1%*
所得税	-26	-51	-138	-164	-175
所得税率	*12.0%*	*10.3%*	*18.9%*	*19.1%*	*19.1%*
净利润	135	135	551	657	699
少数股东损益	-44	-31	0	0	0
归属于母公司的净利润	**179**	**167**	**551**	**657**	**699**
净利率	*3.7%*	*3.3%*	*9.2%*	*9.8%*	*10.1%*

现金流量表（人民币百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	135	135	551	657	699
加:折旧和摊销	602	644	678	700	722
资产减值准备	27	154	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	253	188	175	154	137
投资收益	-175	-2	-60	-60	-60
少数股东损益	-44	-31	0	0	0
营运资金的变动	-175	-75	-95	-555	520
经营活动现金净流	**642**	**857**	**1,250**	**896**	**2,019**
固定资本投资	-439	345	-250	-250	-250
投资活动现金净流	**240**	**-39**	**-210**	**-210**	**-210**
股利分配	-54	-54	-165	-197	-210
其他	-621	-942	-765	-326	-137
筹资活动现金净流	**-675**	**-996**	**-930**	**-523**	**-347**
现金净流量	**207**	**-179**	**110**	**163**	**1,462**

资产负债表（人民币百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	604	622	732	895	2,357
应收款项	773	978	693	1,164	767
存货	663	670	906	831	970
其他流动资产	317	279	427	346	453
流动资产	2,358	2,550	2,758	3,235	4,547
% 总资产	*21.8%*	*23.9%*	*26.4%*	*30.8%*	*40.1%*
长期投资	344	254	255	256	256
固定资产	7,045	6,545	6,161	5,751	5,317
% 总资产	*65.0%*	*61.4%*	*58.9%*	*54.8%*	*46.9%*
无形资产	696	736	733	729	725
非流动资产	8,482	8,115	7,698	7,259	6,798
% 总资产	*78.2%*	*76.1%*	*73.6%*	*69.2%*	*59.9%*
资产总计	**10,840**	**10,664**	**10,456**	**10,495**	**11,345**
短期借款	1,660	1,415	1,172	1,000	1,000
应付款项	1,087	1,643	1,640	1,391	1,752
其他流动负债	405	323	323	323	323
流动负债	3,153	3,381	3,134	2,713	3,074
长期贷款	465	762	700	700	700
其他长期负债	1,660	974	974	974	974
负债	**5,278**	**5,116**	**4,808**	**4,387**	**4,748**
普通股股东权益	4,809	4,874	4,975	5,434	5,923
少数股东权益	753	674	674	674	674
负债股东权益合计	**10,840**	**10,664**	**10,456**	**10,495**	**11,345**

比率分析

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
每股指标					
每股收益(元)	0.23	0.21	0.71	0.85	0.90
每股净资产(元)	6.20	6.28	6.41	7.00	7.63
每股经营现金净流(元)	0.83	1.10	1.61	1.15	2.60
每股股利(元)	0.07	0.07	0.21	0.25	0.27
回报率					
净资产收益率	3.73%	3.42%	11.07%	12.09%	11.80%
总资产收益率	1.25%	1.27%	5.27%	6.26%	6.16%
投入资本收益率	3.12%	2.80%	7.78%	9.48%	9.84%
增长率					
营业总收入增长率	-21.22%	5.62%	17.63%	11.08%	3.99%
EBIT增长率	-61.55%	2.36%	130.79%	16.84%	5.75%
净利润增长率	-68.10%	-7.06%	230.49%	19.30%	6.39%
总资产增长率	0.03%	-1.62%	-1.95%	0.37%	8.10%
资产管理能力					
应收账款周转天数	43.0	41.1	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	52.9	46.9	47.2	46.8	46.6
应付账款周转天数	70.4	69.1	67.0	67.0	67.0
固定资产周转天数	509.3	478.3	380.1	320.8	286.7
偿债能力					
净负债/股东权益	57.14%	42.10%	33.07%	3.83%	-3.13%
EBIT利息保障倍数	1.2	1.7	4.2	5.6	6.6
资产负债率	48.69%	47.98%	45.98%	41.80%	41.85%

来源：Wind,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。