

**评级：增持(维持)**

市场价格：9.07

目标价格：11-12

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@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

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

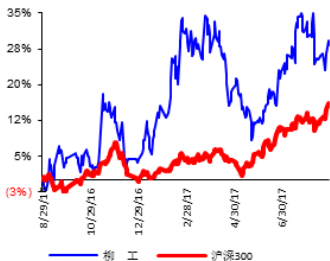
联系人：许忠海

Email: xuzh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 1,125  |
| 流通股本(百万股) | 1,125  |
| 市价(元)     | 9.07   |
| 市值(百万元)   | 10,204 |
| 流通市值(百万元) | 10,204 |

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 1《柳工(000528)深度：土方机械、路面机械领军企业行业复苏业绩弹性较大》-2017.7.25
- 2《工程机械行业深度：栉风沐雨，玉汝于成——中泰机械“精品研究”系列之一》-2017.8.
- 3《三一重工(600031)深度》-2017.5.7
- 4《徐工机械(000425)深度》-2017.4.25
- 5《安徽合力(600761)深度》-2017.7.19

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E     | 2019E     |
|-----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,655.82 | 7,005.40 | 9,723.49 | 11,930.72 | 14,312.09 |
| 增长率 yoy%  | -35.34%  | 5.25%    | 38.80%   | 22.70%    | 19.96%    |
| 净利润       | 21.1     | 49.26    | 435.64   | 706.56    | 1,058.88  |
| 增长率 yoy%  | -89.26%  | 131.13%  | 784.36%  | 62.19%    | 49.86%    |
| 每股收益(元)   | 0.02     | 0.04     | 0.39     | 0.63      | 0.94      |
| 每股现金流量    | 0.13     | 1.22     | 1.41     | 1.77      | 2.23      |
| 净资产收益率    | 0.24%    | 0.55%    | 4.69%    | 7.06%     | 9.57%     |
| P/E       | 437.68   | 166.98   | 22.58    | 13.92     | 9.29      |
| PEG       | —        | 1.27     | 0.03     | 0.22      | 0.19      |
| P/B       | 1.03     | 0.92     | 1.06     | 0.98      | 0.89      |
| 备注：       |          |          |          |           |           |

**投资要点**

- **事件：**公司发布 2017 年半年报，上半年公司实现营业收入 54.57 亿元，同比增长 50.42%；利润总额 3.01 亿元，同比增长 558.63%；归母净利润达 2.44 亿元，同比增长 1423.65%。
- **公司业绩大幅增长，主要原因有：**
  - 1) 行业市场需求回暖，核心产品销售稳步提升；
  - 2) 三项费用明显下降：公司强化内部管理，三项费用占比明显下降，较去年同期减少 5.77 个百分点。
- **下游需求持续向好，土方机械、路面机械表现突出**  
2017 年上半年柳工挖掘机产品销量同比翻番增长；以压路机、推土机、平地机为代表的路面机械也维持了 40% 以上的快速增长。
- **海外市场销售保持强势**  
2017 年上半年柳工在境外销售金额达到 11.24 亿，占主营业务收入达 20.60% (国内增速较快，海外收入占比略微下降)，同比增长 11.83%。预计上半年公司装载机、挖掘机、压路机、推土机、平地机等在国际市场的占有率也有所提升。
- **盈利预测与估值：**公司为低估值的优质国企。目前 PB 为 1.1 倍，PB 估值低于工程机械行业平均水平，整体市值 100 亿元左右；我们预计 2017-2019 年收入可达 97/119/143 亿元，EPS 达 0.3/0.63/0.94 元，对应 PE 分别为 21/14/9 倍，目标价 11-12 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济和工程机械市场波动风险；全球或主要国家贸易实施保护措施；原材料价格上涨过快风险；汇率波动的不确定性。

## 内容目录

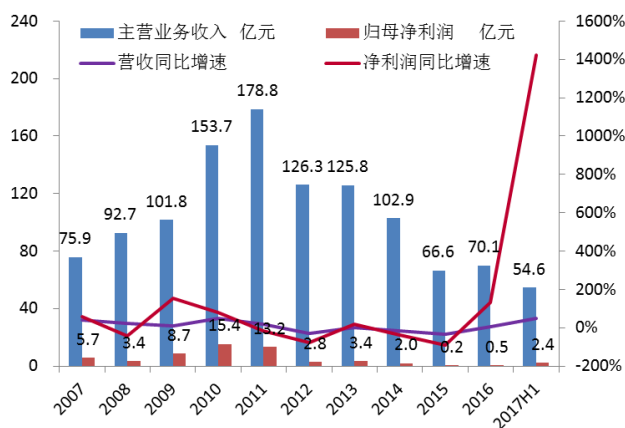
|                                       |        |
|---------------------------------------|--------|
| 一、柳工：行业复苏带动盈利提升，业绩同比增长逾 14 倍.....     | - 3 -  |
| 1. 上半年公司业绩同比增长逾 14 倍 .....            | - 3 -  |
| 2. 2017 年公司收入目标 77 亿元；业绩有望大幅超预期 ..... | - 3 -  |
| 3. 行业市场需求回暖，核心产品销售稳步提升 .....          | - 3 -  |
| 4. 三项费用明显下降.....                      | - 4 -  |
| 5. 其他重要公告事项.....                      | - 5 -  |
| 二、柳工：下游需求持续向好，土方机械、路面机械表现突出.....      | - 6 -  |
| 1. 挖掘机产品销量迅速，市占率稳步提升.....             | - 6 -  |
| 2. 公司为国内装载机龙头，市占率多年保持行业第一 .....       | - 6 -  |
| 3. 路面机械：行业领军企业，公司销量同比大幅增加 .....       | - 7 -  |
| 三、柳工：海外出口占比最高的工程机械上市公司之一.....         | - 9 -  |
| 四、盈利预测与估值：PB 估值较低，未来业绩弹性较大 .....      | - 10 - |
| 五、风险提示 .....                          | - 10 - |

## 一、柳工：行业复苏带动盈利提升，业绩同比增长逾 14 倍

### 1. 上半年公司业绩同比增长逾 14 倍

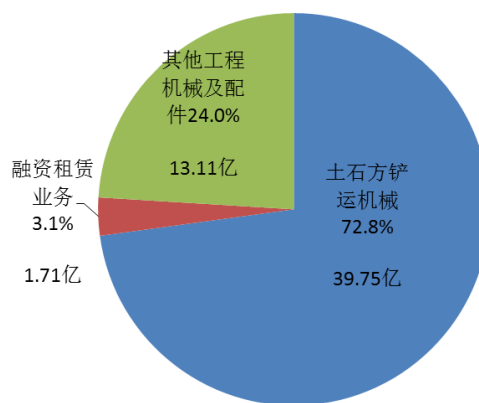
- **事件：**公司发布 2017 年半年报，上半年实现营业收入 54.57 亿元，同比增长 50.42%；营业利润 2.92 亿元，彻底扭亏为盈；利润总额 3.01 亿元，同比增长 558.63%；归母净利润达 2.44 亿元，同比增长 1423.65%。

图表 1：2017 年 H1 公司业绩同比增长 14 倍



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 2：土方机械及工程机械业务板块营收占比大



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

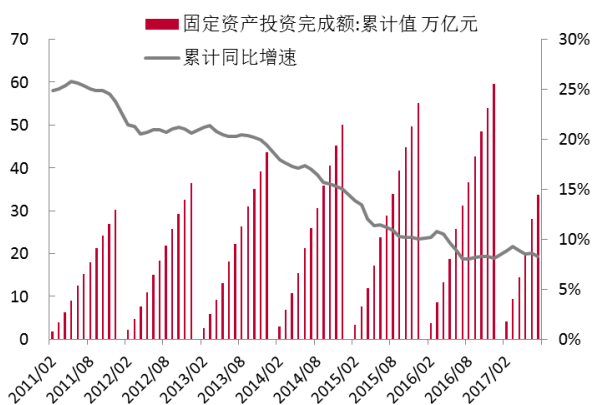
### 2. 2017 年公司收入目标 77 亿元；有望大幅超预期

- **公司 2016 年年报披露：**2017 年度力争实现营业收入 77 亿元，并确保公司业绩优于行业。我们判断公司收入有望大幅超预期。
- **面向 2020 年的“2345”战略——四年内再造一个柳工：**柳工结合全球工程机械行业发展趋势，于 2016 年 8 月提出了公司面向 2020 年的“2345”战略，包括 2 大目标“整体销售收入实现 150 亿元，金融与服务占比 15%”，3 个全面“全面国际化、全面解决方案、全面智能化”，4 项驱动“营销驱动、机制驱动、资本驱动以及组织和人才驱动”，5 类业务“工程机械、矿山机械、叉车物流、环境产业及金融与服务”。

### 3. 行业市场需求回暖，核心产品销售稳步提升

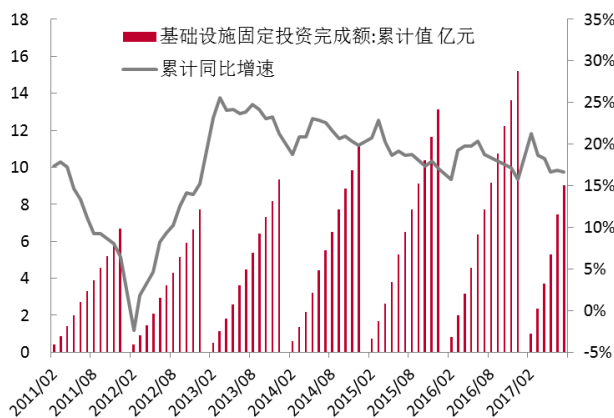
- **固定资产投资带动开工需求明显回暖：**2017 年上半年，我国固定资产投资总额为 28.06 万亿，同比增长 8.6%，各类投资中，增较快的包括基础设施建设、环保、公共设施、管道运输业等，房地产行业上半年固定资产投资保持平稳增长态势。2017 年上半年煤炭、铁矿石、钢材、砂石料等原材料价格保持在高位运行，这些行业的企业的盈利能力得到改善，投资意愿增强。

图表 3: 2017 年上半年固定资产投资增速达 8.6%



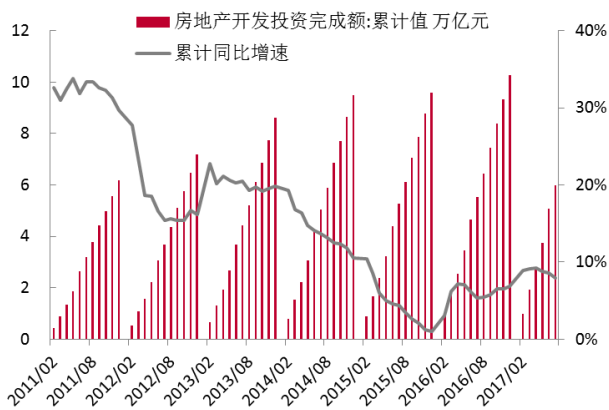
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 基础设施固定投资增速 1-7 月累计 16.7%



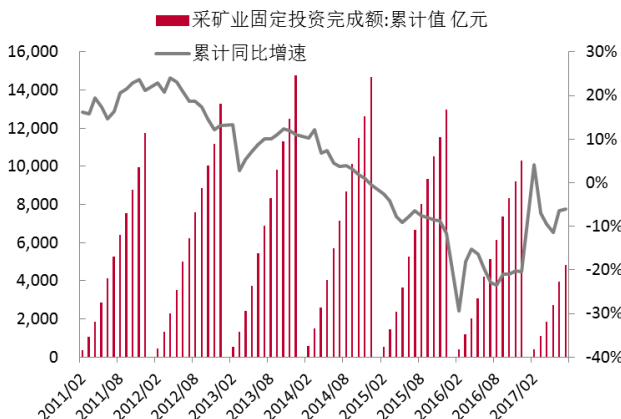
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 房地产开发投资增速 1-7 月累计达 7.9%



来源: wind, 中泰证券研究所

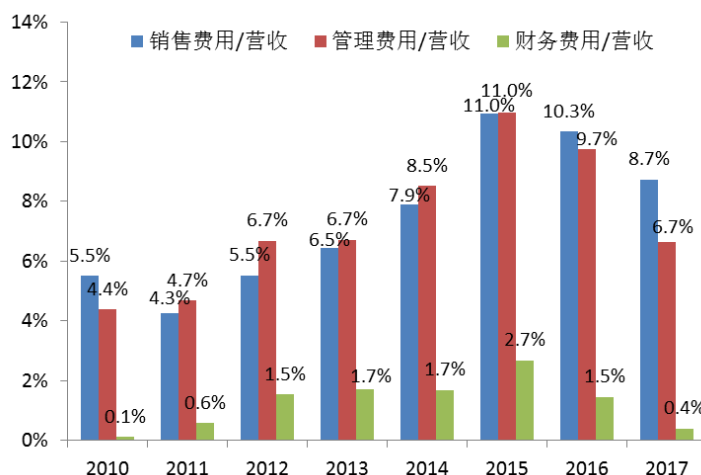
图表 6: 2017 年采矿业固定投资增速触底回升



来源: wind, 中泰证券研究所

#### 4. 三项费用明显下降

- 2017 年上半年, 柳工三项费用率分别为 8.73%、6.65%、0.39%, 累计占主营业务收入比重相比 2016 年全年下降了 5.77 个百分点; 其中, 公司的管理费用占比下降了 3.09 个百分点 (绝对值增长 9.12%), 其中除公司人工费用增长 0.31 亿外, 其余技术研究费、办公费、折旧摊销费用及其他管理费用均较为稳定; 公司的财务费用下降了 0.32 亿, 主要原因是利息净额减少。

**图表 7：公司三费费用率上半年降低 5.77 个百分点**


来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

## 5. 其他重要公告事项

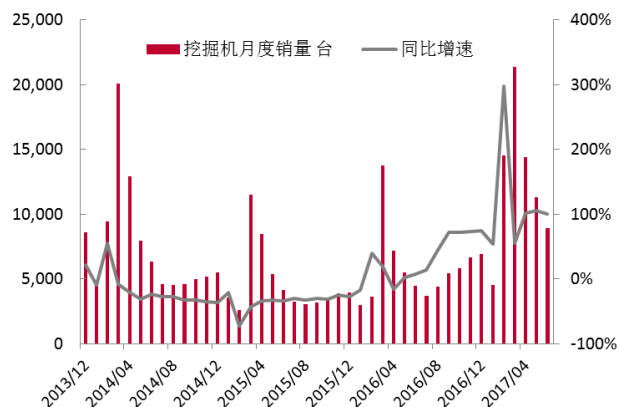
- **收回土地使用权并给予补偿对公司影响正面：**根据公告，柳州鹿寨县政府将收回柳工位于鹿寨县的两块国有建设用地使用权并纳入土地储备，总面积近 250 亩，柳工将获得 0.57 亿补偿款，公司初步估计该土地补偿款带来的净收益为 650-1502 万人民币；我们认为此交易有利于提升公司资产效率并获得少量净利润，对柳工影响正面。
- **主动减轻公司负担，资产减值准备小幅提升：**截止 2017 年 6 月 30 日，柳工应收账款规模为 20.73 亿，存货为 10.43 亿，公司分别对上述两科目进行了 0.62 亿及 0.22 亿的计提，合计 0.84 亿，占当期资产减值的绝大部分，我们认为相关举动是公司主动减轻负担的举措，未来公司资产减值损失压力将持续下降。
- **柳工新增固定资产投资 0.94 亿：**公司于 8 月 28 日召开的董事会，会议通过了公司及子公司下半年新增 0.94 亿固定资产投资的议案，我们认为在相关固定资产投资将主要集中于产品更新换代、公司基础设施建设等，并非主要用于提升产能，但柳工新增固定资产投资的行为也是行业见底反弹的另外一个明证。

## 二、柳工：下游需求持续向好，土方机械、路面机械表现突出

### 1. 挖掘机产品销量迅速，市占率稳步提升

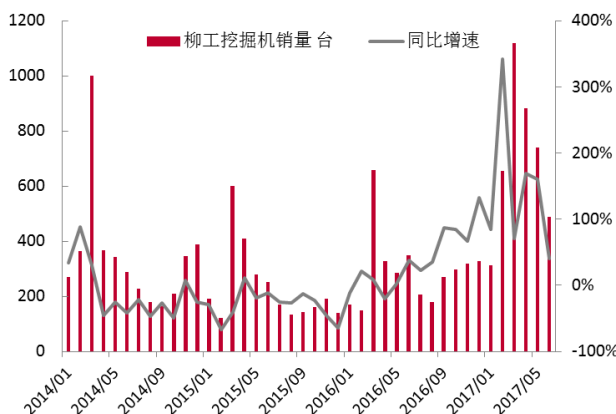
- 受土石方机械行业性复苏的推动，公司装载机、挖掘机、压路机、推土机、平地机等各条主要产品线产品销量稳步提升。

图表 8：2017H1 国内挖掘机销量同比增长 100.5%



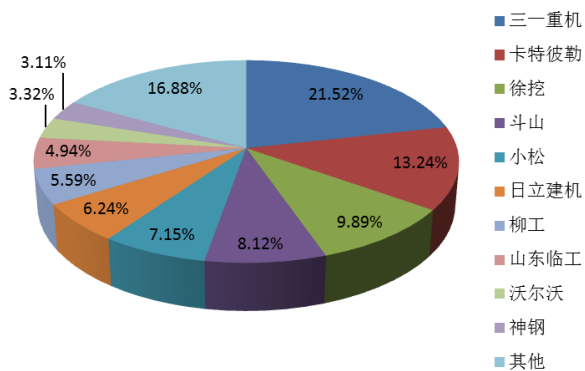
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 9：柳工 1-6 月挖掘机销量同比增长 116.9%



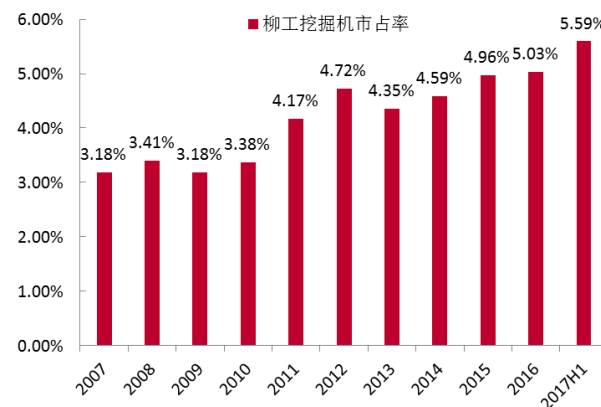
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 10：国内挖机销量中柳工占比达 5.59%



来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 11：近年来柳工挖机市占率逐渐增大



来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

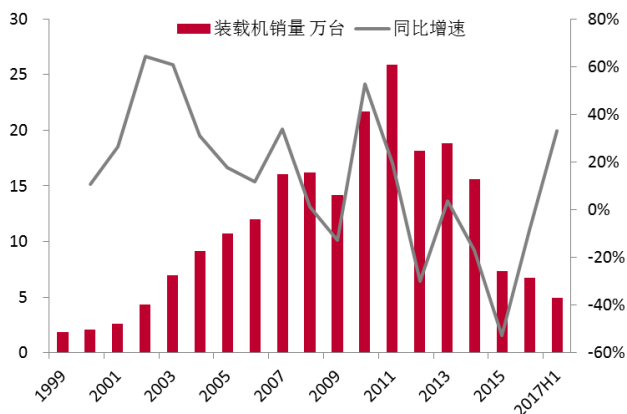
### 2. 公司为国内装载机龙头，市占率多年保持行业第一

- 我国装载机行业从 2001 年的井喷式超高速发展，到 2008 年总销售量已达 16 万台以上，受全球金融危机的影响，我国装载机行业在一段时间内市场出现了短暂下滑，并于 2011 年达到行业巅峰。随着宏观经济的走弱，装载机行业紧接着迎来了连续 6 年的下滑。
- 2016 年下半年，紧随着挖掘机的复苏势头，装载机的销量增速开始止跌回升。截至 2016 年末，国内装载机保有量约为 170 万台左右。根据工程机械行业协会最新数据，2017 年 1-6 月装载机累计销量 49188 台(含 <ZL30 型小装)，同比增长 32.98%，且第二季度开始装载机开始呈现加



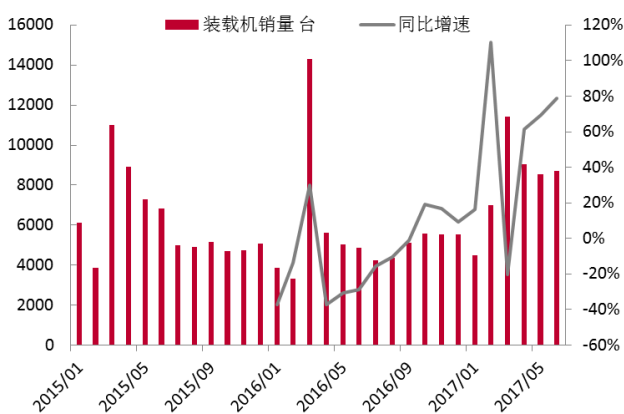
速增长态势。我们判断近期的装载机销售中，柳工的市占率有望进一步提升。

图表 12: 2017 年装载机销量有望扭转下滑趋势



来源: wind, 工程机械行业协会, 中泰证券研究所

图表 13: 2017H1 装载机累计销量同比增加 32.98%

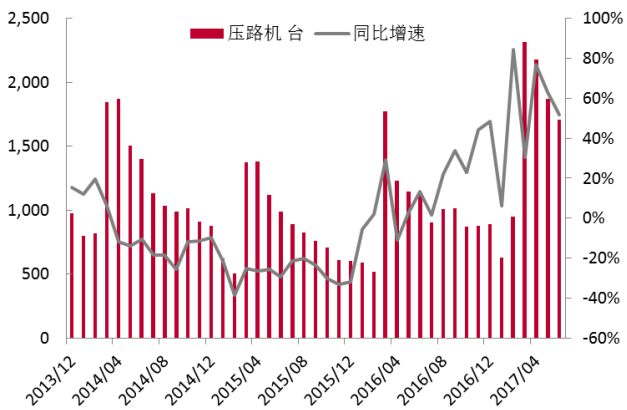


来源: wind, 工程机械行业协会, 中泰证券研究所

### 3. 路面机械: 行业领军企业, 公司销量同比大幅增加

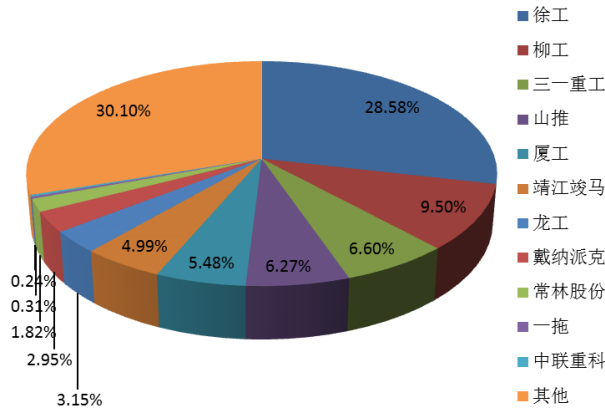
- 以压路机、推土机、平地机为代表的路面机械在 2016 年下半年销量明显反弹。2017 年上半年, 国内压路机、推土机、平地机销量分别达到 9646、3269 和 2326 台, 分别同比增长 51.1%、162.6%和 41.4%, 也彻底扭转了维持了数年的行业衰退。
- 从市占率上面来分析, 柳工的压路机、推土机和平地机销量分别排名国内第二、第三和第二, 其中平地机、推土机的市占率上升明显, 压路机的市占率略有下滑。
- 柳工作为行业龙头, 压路机、推土机、平地机 2017 年 1-6 月累计销量分别达 916、156 和 412 台, 同比增长 82.47%、71.11%和 53.7%, 增速位列同行业公司前列。

图表 14: 2017H1 压路机行业累计销量 9646 台, 同比增加 51.1%



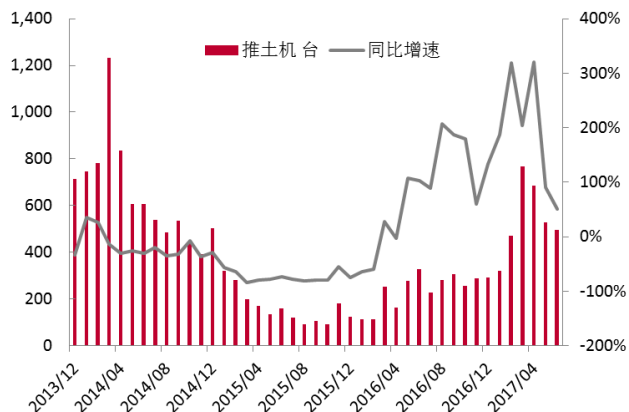
来源: wind, 工程机械行业协会, 中泰证券研究所

图表 15: 2017H1 柳工压路机市占率 9.5%, 行业排名第二, 仅次于徐工



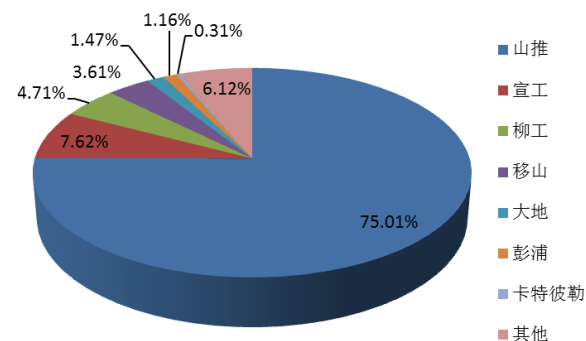
来源: wind, 工程机械行业协会, 中泰证券研究所

**图表 16: 2017H1 推土机行业累计销量 3269 台, 同比增加 162.6%**



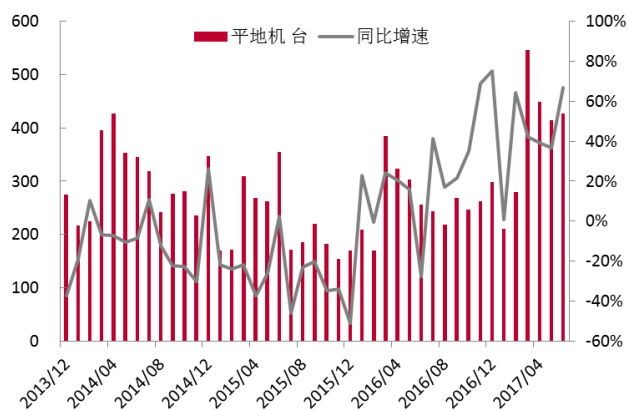
来源: wind, 工程机械行业协会, 中泰证券研究所

**图表 17: 2017H1 柳工推土机市占率 4.71%, 行业第三, 仅次于山推和宣工**



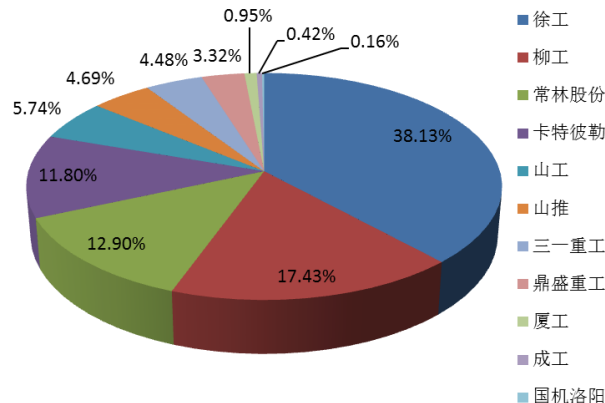
来源: wind, 工程机械行业协会, 中泰证券研究所

**图表 18: 2017 H1 平地机行业累计销量 2326 台, 同比增加 41.4%**



来源: wind, 工程机械行业协会, 中泰证券研究所

**图表 19: 2017H1 柳工推土机市占率 17.71%, 行业排名第二, 仅次于徐工**



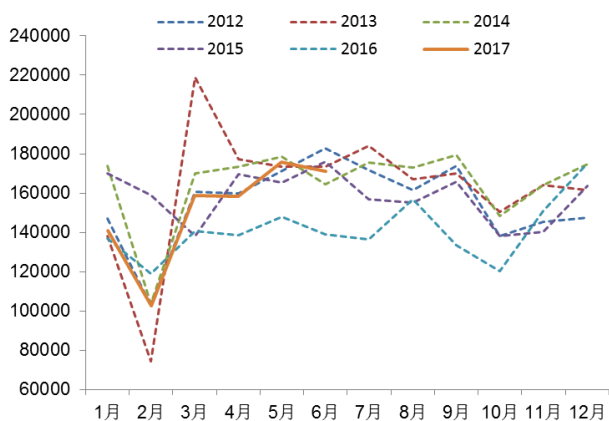
来源: wind, 工程机械行业协会, 中泰证券研究所



### 三、柳工：海外出口占比最高的工程机械上市公司之一

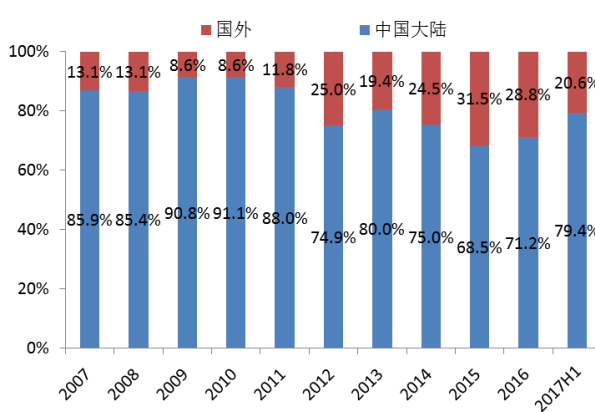
- 受益于一带一路政策，2017年工程机械出口市场开始回暖：根据来自海关的数据，2017年1-6月份，我国工程机械出口贸易额为90.8亿美元，同比增长10.37%，工程机械出口增速下降的局面已经得到了扭转。
- 随着“一带一路”政策的逐步落实，我国出口贸易额将有可能实现稳步上涨的趋势，而中国工程机械出口的同比增长部分原因得益于今年“一带一路”政策。以中国对巴基斯坦的工程机械出口为例，迄今为止增速达到了115%，根据中国路面机械网披露的信息，目前中国投资中巴经济走廊项目达51个，其中19个已投入运行，巴方公布的投资额目前已超过460亿美元。

图表 20：工程机械出口市场开始回暖（万美元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 21：柳工营收出口占比仍旧较高



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- 柳工出口占比达20.60%，海外市场销售保持强势：2017年上半年柳工在境外销售金额达到11.24亿，占主营业务收入达20.60%（国内增速较快，因此海外收入占比略微下降），同比增长11.83%（预计高于行业增速）。

海外市场在2017年有望取得重大突破。根据第一工程机械网的报道，凭借日益强大的品牌知名度和美誉度，扎实的产品性能，柳工挖掘机最终赢得英国第一大挖掘机租赁客户信赖，2017年6月单次采购了50台922E订单。我们预计上半年公司装载机、挖掘机、压路机、推土机、平地机等在国际市场的占有率也有所提升；公司新一代装载机、挖掘机等产品陆续推向市场，并开始在西欧、北美等市场获得客户认可；公司在印度业务继续保持快速增长，并在印度导入更多产品，为印度客户提供了更多的产品组合。

#### 四、盈利预测与估值：PB 估值较低，未来业绩弹性较大

- **盈利预测：**我们预计 2017-2019 年收入可达 97119/143 亿元，EPS 达 0.3/0.63/0.94 元，对应 PE 分别为 21/14/9 倍。当前公司 PB 为 1.13 倍，PB 估值低于工程机械平均水平，整体市值 100 亿人民币左右；公司在工程机械行业，尤其是土石方机械板块处于领先地位，未来公司利润弹性较大。目标价 11-12 元，维持“增持”评级。

#### 五、风险提示

- **受宏观经济形势因素影响的风险：**工程机械板块经营存在不确定性。
- **全球或主要国家贸易实施保护措施；**公司的海外业务营收占比较高，存在国外销售市场贸易保护的风险。
- **原材料价格上涨过快的风险：**石油、钢材等大宗商品价格可能持续变动，，并维持在高位，存在生产要素成本上升风险。
- **汇率波动的不确定性：**海外投资、销售存在收益下降的风险。

**图表 22：柳工三张表**

| 损益表 (人民币千元)  |            |            |            |            |            |            |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|              | 2014       | 2015       | 2016       | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
| 营业总收入        | 10,293,406 | 6,655,816  | 7,005,395  | 9,723,489  | 11,930,721 | 14,312,093 |
| 增长率          | -18.21%    | -35.3%     | 5.3%       | 38.8%      | 22.7%      | 20.0%      |
| 营业成本         | -8,035,487 | -4,956,778 | -5,263,247 | -6,675,175 | -7,980,459 | -9,322,897 |
| % 销售收入       | 78.1%      | 74.5%      | 75.1%      | 68.7%      | 66.9%      | 65.1%      |
| 毛利           | 2,257,919  | 1,699,037  | 1,742,149  | 3,048,314  | 3,950,262  | 4,989,195  |
| % 销售收入       | 21.9%      | 25.5%      | 24.9%      | 31.4%      | 33.1%      | 34.9%      |
| 营业税金及附加      | -56,937    | -86,374    | -70,397    | -99,881    | -127,045   | -149,177   |
| % 销售收入       | 0.6%       | 1.3%       | 1.0%       | 1.0%       | 1.1%       | 1.0%       |
| 营业费用         | -814,055   | -728,918   | -724,298   | -985,786   | -1,233,725 | -1,470,276 |
| % 销售收入       | 7.9%       | 11.0%      | 10.3%      | 10.1%      | 10.3%      | 10.3%      |
| 管理费用         | -876,090   | -685,817   | -682,030   | -945,230   | -1,171,972 | -1,398,945 |
| % 销售收入       | 8.5%       | 10.3%      | 9.7%       | 9.7%       | 9.8%       | 9.8%       |
| 息税前利润 (EBIT) | 510,837    | 197,928    | 265,424    | 1,017,417  | 1,417,519  | 1,970,797  |
| % 销售收入       | 5.0%       | 3.0%       | 3.8%       | 10.5%      | 11.9%      | 13.8%      |
| 财务费用         | -174,341   | -177,618   | -102,151   | -135,456   | -90,531    | -62,989    |
| % 销售收入       | 1.7%       | 2.7%       | 1.5%       | 1.4%       | 0.8%       | 0.4%       |
| 资产减值损失       | -174,842   | -115,320   | -201,311   | -231,628   | -247,213   | -262,362   |
| 公允价值变动收益     | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 投资收益         | -9,016     | -19,194    | -37,607    | -26,704    | -29,086    | -29,712    |
| % 税前利润       | —          | —          | —          | —          | —          | —          |
| 营业利润         | 152,638    | -114,204   | -75,644    | 623,629    | 1,050,688  | 1,615,734  |
| 营业利润率        | 1.5%       | -1.7%      | -1.1%      | 6.4%       | 8.8%       | 11.3%      |
| 营业外收支        | 144,137    | 165,511    | 193,681    | 218,373    | 238,347    | 258,937    |
| 税前利润         | 296,774    | 51,307     | 118,037    | 842,002    | 1,289,035  | 1,874,671  |
| 利润率          | 2.9%       | 0.8%       | 1.7%       | 8.7%       | 10.8%      | 13.1%      |
| 所得税          | -103,615   | -30,542    | -70,468    | -432,621   | -623,506   | -876,221   |
| 所得税率         | 34.9%      | 59.5%      | 59.7%      | 51.4%      | 48.4%      | 46.7%      |
| 净利润          | 193,159    | 20,765     | 47,570     | 409,382    | 665,529    | 998,450    |
| 少数股东损益       | -5,361     | -548       | -1,691     | -26,257    | -41,034    | -60,429    |
| 归属于母公司的净利润   | 198,520    | 21,313     | 49,260     | 435,639    | 706,563    | 1,058,879  |
| 净利润率         | 1.9%       | 0.3%       | 0.7%       | 4.5%       | 5.9%       | 7.4%       |

| 现金流量表 (人民币千元) |          |          |           |            |            |           |
|---------------|----------|----------|-----------|------------|------------|-----------|
|               | 2014     | 2015     | 2016      | 2017E      | 2018E      | 2019E     |
| 净利润           | 193,159  | 20,765   | 47,570    | 409,382    | 665,529    | 998,450   |
| 少数股东损益        | 0        | 0        | 0         | -26,257    | -41,034    | -60,429   |
| 非现金支出         | 518,869  | 376,433  | 431,825   | 480,806    | 489,728    | 503,768   |
| 非经营收益         | 232,707  | 288,900  | 302,661   | -24,701    | -86,467    | -128,798  |
| 营运资金变动        | -390,293 | -540,704 | 596,131   | 718,474    | 927,375    | 1,138,165 |
| 经营活动现金净流      | 554,443  | 145,394  | 1,378,186 | 1,557,703  | 1,955,131  | 2,451,156 |
| 资本开支          | 158,727  | 179,903  | -378,104  | -297,582   | -314,391   | -352,081  |
| 投资            | -24,727  | -65,619  | -357,145  | 0          | 0          | 0         |
| 其他            | 26,120   | 17,324   | -25,622   | -26,704    | -29,086    | -29,712   |
| 投资活动现金净流      | -157,334 | -228,197 | -4,662    | 270,878    | 285,305    | 322,368   |
| 股权募资          | 0        | 200      | 0         | 0          | 0          | 0         |
| 债权募资          | -109,533 | 823,395  | -594,042  | -1,025,031 | -1,183,724 | 65,357    |
| 其他            | -550,281 | -393,157 | -351,686  | -166,969   | -235,318   | -100,427  |
| 筹资活动现金净流      | -659,814 | 430,438  | -945,728  | -1,192,000 | -1,419,042 | -35,069   |
| 现金净流量         | -262,705 | 347,634  | 427,795   | 636,582    | 821,393    | 2,738,455 |

| 资产负债表 (人民币千元) |            |            |            |            |            |            |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|               | 2014       | 2015       | 2016       | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
| 货币资金          | 3,949,447  | 4,268,761  | 4,714,275  | 5,377,114  | 6,239,541  | 9,038,425  |
| 应收账款          | 4,089,808  | 3,822,126  | 3,161,708  | 4,905,484  | 6,148,263  | 7,268,255  |
| 存货            | 3,527,910  | 2,670,241  | 2,869,577  | 3,674,761  | 4,428,227  | 5,115,082  |
| 其他流动资产        | 2,520,453  | 2,581,142  | 2,513,963  | 2,521,798  | 2,548,036  | 2,573,152  |
| 流动资产          | 14,087,618 | 13,342,269 | 13,259,522 | 16,479,158 | 19,364,067 | 23,994,913 |
| % 总资产         | 69.1%      | 66.8%      | 64.4%      | 70.2%      | 74.4%      | 79.1%      |
| 长期投资          | 2,293,823  | 2,733,226  | 3,530,080  | 3,530,080  | 3,530,080  | 3,530,080  |
| 固定资产          | 2,936,453  | 2,823,415  | 2,671,607  | 2,376,056  | 2,067,345  | 1,749,151  |
| % 总资产         | 14.4%      | 14.1%      | 13.0%      | 10.1%      | 7.9%       | 5.8%       |
| 无形资产          | 700,500    | 699,478    | 733,773    | 700,937    | 691,090    | 674,734    |
| 非流动资产         | 6,288,546  | 6,643,593  | 7,324,579  | 6,996,193  | 6,677,635  | 6,343,085  |
| % 总资产         | 30.9%      | 33.2%      | 35.6%      | 29.8%      | 25.6%      | 20.9%      |
| 资产总计          | 20,376,163 | 19,985,862 | 20,584,101 | 23,475,351 | 26,041,702 | 30,337,998 |
| 短期借款          | 2,137,411  | 3,567,616  | 5,000,360  | 3,975,329  | 2,791,605  | 2,856,963  |
| 应付账款          | 4,834,376  | 3,673,982  | 3,888,708  | 4,851,100  | 5,843,772  | 6,780,482  |
| 其他流动负债        | 272,588    | 222,532    | 229,502    | 356,752    | 283,991    | 318,884    |
| 流动资产          | 7,244,375  | 7,464,130  | 9,118,570  | 9,183,181  | 8,919,369  | 9,956,329  |
| 长期贷款          | 766,013    | 568,834    | 1,000,000  | 1,000,000  | 1,000,000  | 1,000,000  |
| 其他长期负债        | 3,166,294  | 2,920,173  | 1,491,733  | 4,021,514  | 6,186,148  | 8,447,035  |
| 负债            | 11,176,682 | 10,953,137 | 11,610,303 | 14,204,695 | 16,105,517 | 19,403,364 |
| 普通股股东权益       | 9,170,288  | 9,030,040  | 8,972,804  | 9,295,919  | 10,002,482 | 11,061,361 |
| 少数股东权益        | 29,193     | 2,685      | 994        | -25,263    | -66,297    | -126,726   |
| 负债股东权益合计      | 20,376,163 | 19,985,862 | 20,584,101 | 23,475,351 | 26,041,702 | 30,337,998 |

| 比率分析          |         |         |         |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|               | 2014    | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益 (元)      | 0.176   | 0.019   | 0.044   | 0.387   | 0.628   | 0.941   |
| 每股净资产 (元)     | 8.150   | 8.025   | 7.974   | 8.261   | 8.889   | 9.830   |
| 每股经营现金净流 (元)  | 0.493   | 0.129   | 1.225   | 1.408   | 1.774   | 2.232   |
| 每股股利 (元)      | 0.000   | 0.000   | 0.100   | 0.100   | 0.000   | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 2.16%   | 0.24%   | 0.55%   | 4.69%   | 7.06%   | 9.57%   |
| 总资产收益率        | 0.97%   | 0.11%   | 0.24%   | 2.10%   | 3.34%   | 4.56%   |
| 投入资本收益率       | 3.70%   | 0.87%   | 1.33%   | 7.46%   | 13.95%  | 29.90%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 营业总收入增长率      | -18.21% | -35.34% | 5.25%   | 38.80%  | 22.70%  | 19.96%  |
| EBIT 增长率      | -41.79% | -61.25% | 34.10%  | 283.32% | 39.33%  | 39.03%  |
| 净利润增长率        | -40.20% | -89.26% | 131.13% | 784.36% | 62.19%  | 49.86%  |
| 总资产增长率        | -7.25%  | -1.90%  | 1.14%   | 14.05%  | 10.93%  | 16.50%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 110.9   | 181.5   | 150.3   | 154.1   | 157.4   | 155.1   |
| 存货周转天数        | 172.9   | 228.2   | 192.1   | 200.9   | 202.5   | 200.3   |
| 应付账款周转天数      | 90.7    | 96.4    | 87.5    | 91.0    | 90.7    | 90.3    |
| 固定资本周转天数      | 100.4   | 137.4   | 127.5   | 88.5    | 65.5    | 49.1    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | 22.62%  | 31.68%  | 28.68%  | 9.56%   | -11.68% | -35.61% |
| EBIT 利息保障倍数   | 2.9     | 1.1     | 2.6     | 7.5     | 15.7    | 31.3    |
| 资产负债率         | 55.25%  | 55.21%  | 56.01%  | 55.34%  | 53.04%  | 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。