

Q2 利润创七年来单季最佳，估值具备一定优势

公司动态

◆上半年公司实现净利润 12.08 亿元，同比增长 730%，吨钢净利 256 元。Q2 实现归母净利润 6.59 亿元，环比 2017 年 Q1 增长 20.1%，为 2011 年以来盈利表现最好的季度。公司产量小幅提升，2017 年上半年生产粗钢 472 万吨（2016 年上半年产量 442 万吨，全年 900 万吨），同比增长 6.79%，吨钢净利 256 元/吨。

◆行业高景气度叠加公司产品优势使得业绩超预期。我们根据成本盈利模型测算的吨钢盈利情况显示，行业平均的螺纹钢，热轧卷板达到了 686 元/吨和 638 元/吨的利润。公司所在区域的螺纹钢、中板等公司主打产品的价格高于全国主要钢材流通市场 30-60 元/吨。原因是公司产品属于行业第一梯队，具有一定的市场议价能力，以及南京钢铁市场需求较好等。

◆非公开发行获证监会核准，钢铁新材料、环保和智能制造三轮驱动。募集 18 亿元投资高效利用煤气发电项目，入股天工股份（钛生产加工，应用航天军工高端装备领域），投资并成立金凯节能环保投资控股有限公司，环保子公司与复星高科共同投资云南菲尔特环保科技股份有限公司。打造瞄准下游终端客户（C2M）和准时制生产方式（JIT）的智能制造转型模式，已与德国巴登集团就智能制造协同创新（机器人）等方面签订合作协议等。

◆公司估值水平偏低，给予“增持”评级。公司为华东地区千万级钢铁产量的大型钢铁生产集团，受益于行业景气度的高度提升，以及公司良好的经营表现和清晰稳健的经营发展规划，我们预计公司 2017-2019 年 eps 分别为 0.67 元、0.76 元和 0.88 元，给予公司 2017 年 10 倍 pe 估值，目标价为 6.74 元。

◆风险提示：（1）需求缩减导致钢价大幅波动的风险；（2）环保政策不及预期，钢铁去产能进程进展缓慢的风险；（3）公司经营不善的风险。（4）公司增发募投高效利用煤气发电项目有一定的跨行业经营风险。

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 22,252 | 24,174 | 26,619 | 29,048 | 31,471 |
| 营业收入增长率 | -20.20% | 8.64% | 10.12% | 9.13% | 8.34% |
| 净利润（百万元） | -2,432 | 354 | 2,670 | 3,026 | 3,468 |
| 净利润增长率 | -933.23% | - | 654.80% | 13.34% | 14.60% |
| EPS（元） | -0.61 | 0.09 | 0.67 | 0.76 | 0.88 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | -38.57% | 5.23% | 28.31% | 24.29% | 21.78% |
| P/E | - | 67.7 | 9.1 | 8.0 | 6.9 |

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

增持（首次）

当前价/目标价：6.09/6.74 元

目标期限：6 个月

分析师

王招华（执业证书编号：S0930515050001）

021-22167202

wangzh@ebsec.com

联系人

杨华

021-22169319

yangh@ebsec.com

沈继富

021-22169174

shenjif@ebsec.com

市场数据

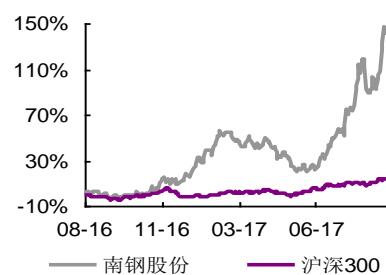
总股本(亿股)：39.62

总市值(亿元)：241.29

一年最低/最高(元)：2.48/6.65

近 3 月换手率：196.51%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | 7.38 | 82.13 | 119.85 |
| 绝对 | 10.34 | 89.10 | 135.14 |

相关研报

目 录

| | |
|---|---|
| 1、 2017H1 实现净利 12.08 亿元，同比增长 730% | 3 |
| 1.1、 Q2 利润为 2011 年以来表现最好水平 | 3 |
| 1.2、 行业高景气度叠加公司产品优势使得业绩超预期..... | 4 |
| 2、 国资和民营共同控股的千万吨级华东钢铁企业..... | 6 |
| 3、 公司顺利实施债转股，资产负债率下降 12 个百分点..... | 7 |
| 4、 钢铁新材料、环保和智能制造三轮驱动 | 7 |
| 5、 盈利预测与估值 | 8 |
| 5.1、 盈利预测..... | 8 |
| 5.2、 相对估值..... | 9 |

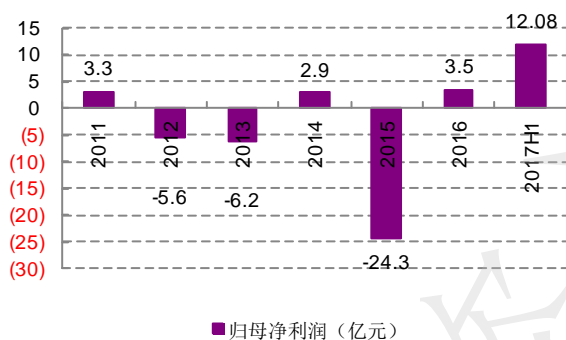
1、2017H1 实现净利 12.08 亿元,同比增长 730%

1.1、Q2 利润为 2011 年以来表现最好水平

2017 年上半年,公司实现归母净利润 12.08 亿元,相比去年同期,同比增长 730.02%。2017 年 Q2 实现归母净利润 6.59 亿元,环比 2017 年 Q1 增长 20.1%,为 2011 年以来盈利表现最好的季度。

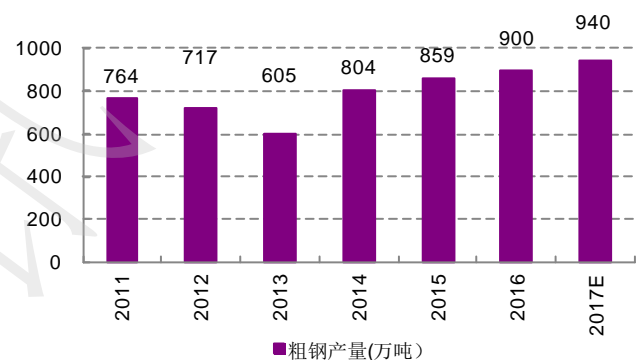
公司产量小幅提升。公司产量小幅提升,2017 年上半年生产粗钢 472 万吨(去年同期 442 万吨,2016 年全年产量 900 万吨),同比增长 6.79%,吨钢净利 256 元/吨。

图 1: 2017 年上半年公司实现净利 11.5 亿元



资料来源: Wind

图 2: 公司产量创近年新高



资料来源: Wind、光大证券研究所预测

2017 年上半年,公司实现营业收入 169.58 亿元,同比增长 55.93%。2017 年 Q2,公司毛利率为 15.58%,同比增加 3.9 个百分点,环比 2017 年 Q1 增加了 2.87 个百分点,反映了公司二季度经营业绩持续提升。

2017 年 Q2 末,公司资产负债率 67.52%,在钢铁行业中属于较好水平。

表 1: 南钢股份单季主要财务数据

| | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|---------|
| 主营业务收入 (亿元) | 48.01 | 60.74 | 68.03 | 64.95 | 85.06 | 84.52 |
| 同比增长率 | -23.27% | 8.26% | 24.67% | 31.82% | 77.17% | 39.15% |
| 毛利 (亿元) | 5.45 | 7.10 | 5.97 | 6.09 | 10.81 | 13.17 |
| 毛利率 | 11.35% | 11.68% | 8.77% | 9.37% | 12.71% | 15.58% |
| 税前利润 (亿元) | 0.09 | 1.77 | 0.94 | 1.71 | 7.09 | 7.02 |
| 归母净利润 (亿元) | 0.11 | 1.34 | 0.82 | 1.26 | 5.49 | 6.59 |
| 净利率 | 0.23% | 2.21% | 1.21% | 1.94% | 6.45% | 7.80% |
| 同比增长率 | -85.08% | -438.00% | -116.12% | -106.44% | 4830.37% | 390.44% |
| 扣非净利润 (亿元) | 0.26 | 1.15 | 0.20 | -0.13 | 4.38 | 6.65 |
| 期末净资产 (亿元) | 63.25 | 64.59 | 65.67 | 67.96 | 111.04 | 115.40 |
| ROE | 0.70% | 8.33% | 5.00% | 7.42% | 19.77% | 22.85% |
| 存货/销售收入 | 58.72% | 51.92% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 资产负债率 | 81.94% | 80.93% | 80.44% | 80.19% | 70.79% | 67.52% |
| 最新总股本 (亿股) | 39.62 | 39.62 | 39.62 | 39.62 | 39.62 | 39.62 |
| 全面摊薄 EPS (元/股) | 0.003 | 0.034 | 0.021 | 0.032 | 0.139 | 0.166 |

资料来源: Wind

公司 2016 年实现营业收入 242 亿元，同比增长 8.6%；2016 年实现归母净利润 3.54 亿元，同比扭亏为盈（2015 年为亏损 24.3 亿元），经营状况显著改善。

公司 2016 年吨钢销售收入 2686 元/吨，同比增长 3.7%；毛利率为 10.18%，同比增加了 7.26 个百分点。反映了 2016 年钢铁行业基本面好转，钢价持续上涨下，公司销售收入和毛利大幅增加，业绩得以显著改善。

公司 2016 年 ROE 为 5.23%，EPS 为 0.09 元/股。按当前股价计算，公司 2016 年 PE 为 70.5 倍。

表 2：南钢股份年度主要财务数据

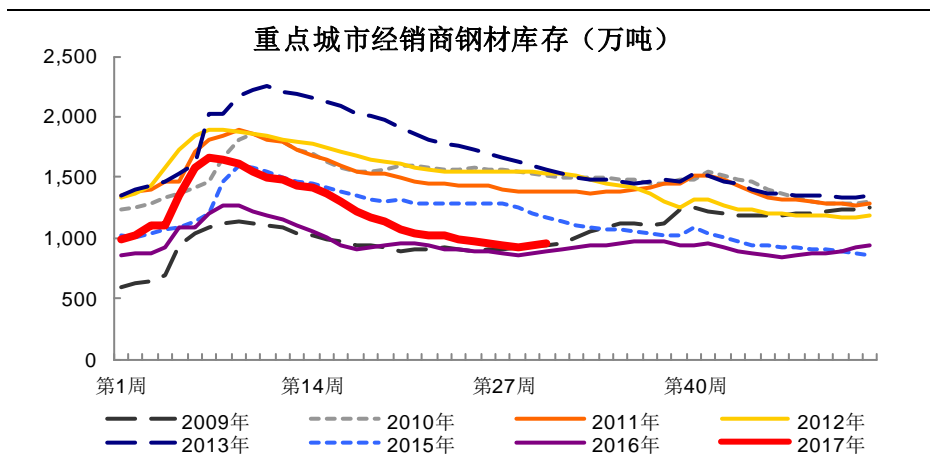
| | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 粗钢产量(万吨) | 764 | 717 | 605 | 804 | 859 | 900 |
| 销售收入(亿元) | 386 | 320 | 268 | 279 | 223 | 242 |
| 吨钢均价(元/吨) | | 4468 | 4433 | 3468 | 2590 | 2686 |
| 吨钢均价变化 | | | -1% | -22% | -25% | 4% |
| 销售成本(亿元) | 362 | 308 | 254 | 253 | 216 | 217 |
| 毛利(亿元) | 23.22 | 12.17 | 14.12 | 26.18 | 6.49 | 24.60 |
| 毛利率 | 6.02% | 3.80% | 5.26% | 9.39% | 2.92% | 10.18% |
| 销售费用(亿元) | 3.98 | 4.21 | 3.66 | 4.91 | 5.14 | 4.25 |
| 财务费用(亿元) | 8.13 | 9.57 | 8.56 | 8.63 | 7.09 | 6.90 |
| 管理费用(亿元) | 8.38 | 8.45 | 8.80 | 9.02 | 10.02 | 8.73 |
| 期间费用率 | 5.32% | 6.94% | 7.84% | 8.09% | 10.00% | 8.22% |
| 归母净利润(亿元) | 3.25 | -5.61 | -6.18 | 2.92 | -24.32 | 3.54 |
| 同比增长 | | -273% | 10% | -147% | -933% | -115% |
| 净利率 | 0.84% | -1.75% | -2.31% | 1.05% | -10.93% | 1.46% |
| 吨钢净利(元/吨) | 43 | -78 | -102 | 36 | -283 | 39 |
| 扣非净利润(亿元) | 2.91 | -10.50 | -5.17 | 1.15 | -24.66 | 1.48 |
| 折旧(亿元) | 16.73 | 10.62 | 10.28 | 13.20 | 15.11 | 15.97 |
| 吨钢折旧(元/吨) | 219 | 148 | 170 | 164 | 176 | 177 |
| 存货(亿元) | 57.82 | 45.51 | 41.59 | 39.25 | 26.68 | 37.26 |
| 存货/销售收入 | 14.99% | 14.21% | 15.51% | 14.08% | 11.99% | 15.41% |
| 员工总数(人) | 11385 | 11364 | 10979 | 11891 | 11400 | 10758 |
| 人均钢产量(吨) | 671 | 631 | 551 | 676 | 754 | 837 |

资料来源：Wind

1.2、行业高景气度叠加公司产品优势使得业绩超预期

钢铁行业处于供需紧平衡阶段为公司的发展提供较好的经营环境。我们通过观察产量（较高）、下游需求（平稳）和社会库存（下降并处于低位）等指标，整个行业的景气度处于较高水平。

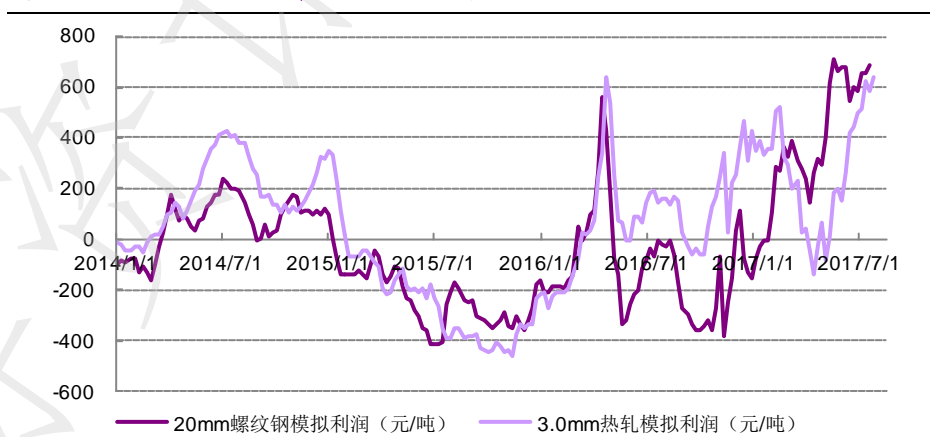
图 3：当前钢材社会库存仍处于历史偏低水平



资料来源：Wind

公司主要钢材品种的吨钢盈利水平处于近七年来最好水平。我们根据成本盈利模型测算的吨钢盈利情况显示，螺纹钢，热轧卷板达到了 686 元/吨和 638 元/吨的利润。（截止 7 月底数据，不考虑原料成本的滞后性。）

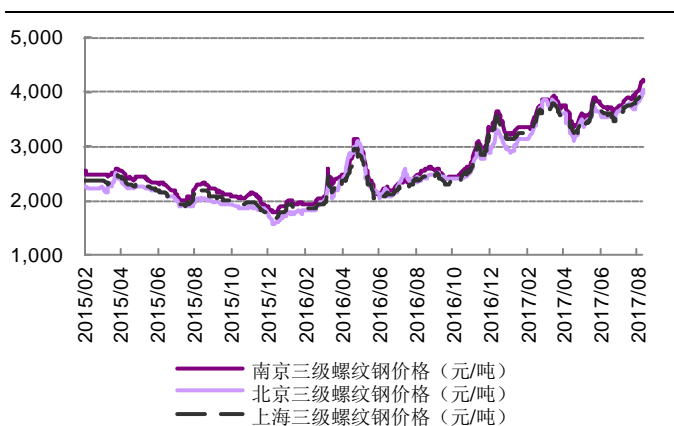
图 4：公司主要钢材品种的吨钢盈利情况



资料来源：Wind、Mysteel、光大证券研究所

公司钢材品种具有一定的议价能力。公司所在区域的螺纹钢、中板等公司主打产品的价格高于全国主要钢材流通市场 30-60 元/吨。主要原因是公司产品属于第一梯队（特别是中厚板，技术和品类全国领先），以及江苏南京市场需求较好的原因。

图 5：公司所在区域的螺纹钢价格走势



资料来源：Wind

图 6：公司所在区域的中板价格走势



资料来源：Wind

2、国资和民营共同控股的千万吨级华东钢铁企业

公司 1958 年建厂，是十八家最早的钢铁生产企业之一；1996 年公司制改造，钢铁厂变成钢铁公司；2003 年混合所有制改造；2000 年在上交所上市。从产能规模来看，具备 900 万吨铁，1000 万吨钢和 940 万吨钢材的生产能力，是国内最大规模的单体板材生产企业。

公司已形成以特殊管线钢、高等级船舶及海洋工程用钢、战略石油储罐用钢板、镍系低温容器钢、工程机械用钢、风塔用钢、耐磨钢、耐候钢、核电钢、水电钢等高档次宽幅专用钢板为龙头，兼有优质低合金棒线、带钢、船用球扁钢等的宽/中厚板（卷）及棒材、线材、带钢、型钢等五大类产品体系。

图 7：公司主要产品占比情况



资料来源：公司 2017 年半年报

公司实际控制人是上海复星集团。公司母公司南京钢铁联合有限公司（占比 48.19%）是上海复星集团和南京钢铁集团有限公司（公司股东为南京钢铁创业投资有限公司和江苏省国资委，分别持股 51%和 49%）共同控股的混合所有制公司，两者分别持股占比为 60%和 40%。

图 8：公司控股股东架构情况



资料来源：公司年报

复星集团的进入给公司带来非常重要和深远的影响。对公司的改变主要表现在两个方面：一是决策效率的大幅度提高，其次是市场化的经营模式带给企业的发展，从一个纯粹做钢铁生产的企业发展成为全方位的、具有现代视角和市场化经营理念的现代钢铁企业集团。

3、公司顺利实施债转股，资产负债率下降 12 个百分点

2017 年，公司顺利实施债转股，建行和大股东参与增资，价格为 3.21 元/股。年初，建设银行南京江北新区支行、南京南钢钢铁联合有限公司拟共同对公司的全资子公司南钢发展进行增资，增资额分别为 30 亿元、7.5 亿元，一年后可自由选择债务偿还或转股。这将有效降低公司的资产负债率，优化资产债务结构。同时也彰显公司和大股东信心，提升公司的持续健康发展能力。这使得公司的资产负债率将由 80.19% 下降至 69.95%，下降幅度为 10 个百分点，债务结构更加优化。

截至 6 月 30 日，公司资产负债率由年初的 80.19% 下降至 6 月末的 67.52%，降低 12.67 个百分点，杠杆率大幅降低，企业经营稳健。

4、钢铁新材料、环保和智能制造三轮驱动

公司提出节能环保、智能制造、新材料三大转型方向，大股东在环保和高端装备项目并购有着较为丰富的经验，这为公司中长期发展保障护航，业绩也有望稳步持续提升。

钢铁新材料方面。2016 年公司公告称，投资总额 4960 万元参与天工股份定向增发，合计之前的持股共持有标的物 11.76% 的股份。公司在做精做强钢铁主业的同时，入股天工股份（以海绵钛为原料的钛加工材的生产、加工、研发与销售，广泛应用于航天军工高端装备领域），形成长期和良好的战略合作关系，这有利于加强公司在新材料产业链上的布局。

环保和循环利用板块发展方向驱动日渐清晰。公司投资并成立金凯节能环保投资控股有限公司，近期又通过非公开发行募集 17 亿元（已获证监会核准通过），募投高效利用煤气发电项目。高效发电机组的建设可以充分消化目前钢厂生产过程中产生的富余煤气，进一步减少煤气对外放散造成的环境污染，从而加强清洁生产和二次能源高效利用。同时，公司发电机组的发电效率也将大幅提升，可以提高自发电比例，减少外购电量，有利于公司降低生产成本，提升盈利能力。

公司子公司江苏金凯节能环保公司与上海复星高科技（集团）有限公司共同投资云南菲尔特环保科技股份有限公司（公司是从事陶瓷和高分子新材料技术研究和柴油内燃机车尾气过滤器、净化系统生产的重点环保企业），公司出资 5000 万元，本次投资完成后菲尔特股份总数的 25.97%。

打造“C2M+JIT”智能制造模式。公司依托国内领先的宽厚板等先进产线和智能车间，打造瞄准下游终端客户（C2M）和准时制生产方式（JIT）的智能制造转型模式；公司与德国巴登集团就智能制造协同创新等方面加强合作，就机器人项目签署了《智能制造项目合作框架协议》。南钢股份将以测温机器人、结晶器机器人等技术为基础，逐步开拓整个钢铁行业的机器人应用市场，而且公司未来将继续加大智能化、信息化领域的拓展。

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

关键假设：（1）假设公司钢材产品产量保持稳定。（2）2017 年钢铁市场显著回暖，假设公司板材、长材产品销售均价均有 45% 的显著增长。（3）2018 年-2019 年随着公司优势产品竞争力逐步增强，假设公司钢材产品销售均价整体保持 12% 和 10% 的年增幅。（4）2017 年因钢铁行业短期显著回暖，假设公司长板材的毛利率 2017 年出现显著提升，之后呈现缓慢回调稳定；假设钢管产品毛利率由亏转盈，缓慢修复。（4）假设公司营业税费率、销售费用率、管理费用率保持稳定，财务费用因公司盈利改善而逐步降低。

我们预计公司 17~19 年收入 346、389、428 亿元，归母净利 26.70、30.26 和 34.68 亿元，按当前总股本 39.62 亿股测算，对应 2017-2019 年 eps 分别为 0.67 元、0.76 元和 0.88 元。

表 3：南钢股份主要财务指标预测

| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 钢材产量（万吨） | 940 | 940 | 940 | 940 |
| 其中：板材 | 461 | 461 | 461 | 461 |
| 棒材 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 线材 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 钢带 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 型钢 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 钢材产品销售均价（元/吨） | 2180 | 3161 | 3541 | 3895 |
| 其中：板材 | 2248 | 3215 | 3600 | 3960 |
| 棒材 | 1917 | 2780 | 3113 | 3424 |

| | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 线材 | 2831 | 4019 | 4502 | 4952 |
| 钢带 | 2595 | 3582 | 4011 | 4412 |
| 型钢 | 2635 | 3768 | 4221 | 4643 |
| 钢材产品销售收入(亿元) | 205 | 294 | 329 | 362 |
| 其中: 板材 | 103.5 | 148 | 166 | 182 |
| 棒材 | 68.5 | 99 | 111 | 122 |
| 线材 | 13.3 | 19 | 21 | 23 |
| 钢带 | 12.2 | 17 | 19 | 21 |
| 型钢 | 7.4 | 11 | 12 | 13 |
| 其它业务收入 | 36.8 | 52 | 60 | 66 |
| 营业总收入 | 241.7 | 346 | 389 | 428 |
| 钢材产品毛利率(%) | 11.1% | 18.3% | 17.2% | 16.0% |
| 其中: 板材 | 10.8% | 17.5% | 16.4% | 15.2% |
| 棒材 | 10.1% | 16.7% | 15.6% | 14.4% |
| 线材 | 12.7% | 19.5% | 18.4% | 17.2% |
| 钢带 | 18.7% | 18.3% | 17.2% | 16.0% |
| 型钢 | 8.6% | 15.1% | 14.0% | 12.8% |
| 其它业务毛利率 | 5.2% | 5.0% | 3.9% | 2.7% |
| 公司整体毛利率 | 10.2% | 17.5% | 16.4% | 15.2% |
| 钢材产品毛利(亿元) | 22.68 | 53.75 | 56.58 | 57.89 |
| 其中: 板材 | 11.13 | 25.91 | 27.20 | 27.73 |
| 棒材 | 6.94 | 16.58 | 17.35 | 17.61 |
| 线材 | 1.69 | 3.68 | 3.89 | 4.00 |
| 钢带 | 2.28 | 3.08 | 3.24 | 3.32 |
| 型钢 | 0.64 | 1.60 | 1.67 | 1.68 |
| 其它业务毛利(亿元) | 1.92 | 2.61 | 2.34 | 1.78 |
| 公司整体毛利(亿元) | 24.60 | 60.54 | 63.80 | 65.05 |
| 营业税费(亿元) | 1.74 | 2.66 | 3.06 | 3.52 |
| 销售费用(亿元) | 4.25 | 6.51 | 7.49 | 8.61 |
| 管理费用(亿元) | 8.73 | 13.35 | 15.35 | 17.66 |
| 财务费用(亿元) | 6.90 | 5.52 | 4.97 | 4.47 |
| 营业利润 | 3.10 | 32.50 | 32.93 | 30.79 |
| 利润总额 | 4.52 | 38.67 | 44.47 | 51.13 |
| 归母净利润 | 3.54 | 29.10 | 33.35 | 38.35 |

资料来源: 公司年报, 光大证券研究所预测

5.2、相对估值

公司为华东地区千万级钢铁产量的大型钢铁生产集团, 主营螺纹钢和中厚板、棒线材等钢材品种。A 股可比钢铁公司主要有宝钢股份、新钢股份、韶钢股份和河钢股份等。目前 A 股主营业务与公司相近的上市公司 pe 平均估值水平为 17 年 12.1 倍、18 年 10.8 倍和 19 年 10.0 倍, 与公司业务相似

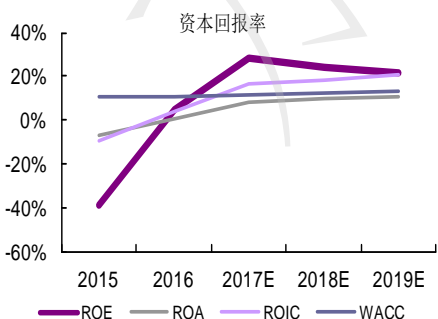
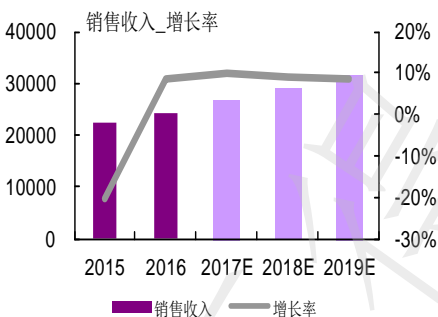
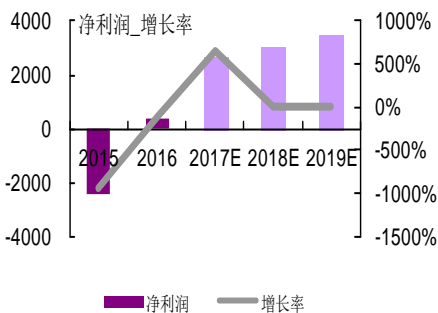
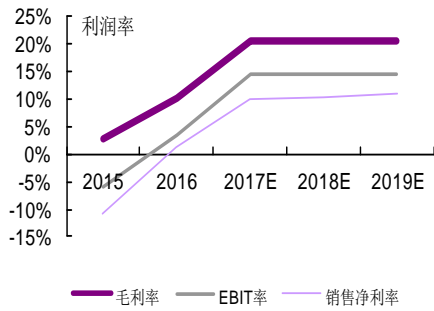
度更高的新钢股份为 10.5 倍。我们预计公司 2017 年 eps 为 0.674 元/股，给予公司 2017 年 10 倍 pe 估值，对应公司目标价为 6.74 元。

表 4：可比公司 PE 比较

| 公司名称 | 收盘价 | | EPS | | | | | PE | | | | 3 年 CAGR | PEG 17 年 | 市值 (亿元) |
|------|-----------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|----------|----------|---------|
| | 2017/9/11 | 16 | 17E | 18E | 19E | 16 | 17E | 18E | 19E | | | | | |
| 宝钢股份 | 7.98 | 0.55 | 0.67 | 0.76 | 0.85 | 14.5 | 11.8 | 10.5 | 9.3 | 28.2 | 0.18 | 1,804 | | |
| 新钢股份 | 6.89 | 0.18 | 0.66 | 0.72 | 0.77 | 38.2 | 10.5 | 9.6 | 8.9 | 62.5 | 0.04 | 194 | | |
| 韶钢股份 | 9.57 | 0.04 | 0.92 | 1.01 | 1.06 | 239.3 | 10.4 | 9.5 | 9.0 | 178.2 | 0.01 | 218 | | |
| 河钢股份 | 4.76 | 0.15 | 0.30 | 0.35 | 0.38 | 31.7 | 15.7 | 13.7 | 12.5 | 37.3 | 0.15 | 509 | | |
| 平均 | - | - | - | - | - | 80.9 | 12.1 | 10.8 | 10.0 | - | - | - | | |
| 南钢股份 | 6.09 | 0.09 | 0.67 | 0.76 | 0.88 | 67.7 | 9.1 | 8.0 | 6.9 | 94.2 | 0.03 | 242 | | |

资料来源：相关公司年报、Wind，光大证券研究所预测

◆风险提示：（1）钢价波动的风险；2016 年 7 月份以来，钢铁行业受环保等政策面的影响较大，钢价波动也在加剧，风险也在增大。（2）钢铁去产能进程不及预期的风险；2016 年供给侧改革推行以来，钢铁行业取得了一定的成果，但仍不稳固，需要防止政策的反复性和复杂性。（3）公司经营不善的风险。（4）公司增发募投高效利用煤气发电项目有一定的跨行业经营风险。



| 利润表 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 22,252 | 24,174 | 26,619 | 29,048 | 31,471 |
| 营业成本 | 21,603 | 21,714 | 21,125 | 23,060 | 24,986 |
| 折旧和摊销 | 1,533 | 1,619 | 1,799 | 1,804 | 1,808 |
| 营业税费 | 89 | 174 | 192 | 209 | 227 |
| 销售费用 | 514 | 425 | 468 | 511 | 554 |
| 管理费用 | 1,002 | 873 | 961 | 1,049 | 1,136 |
| 财务费用 | 709 | 690 | 482 | 365 | 141 |
| 公允价值变动损益 | -29 | 121 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -54 | 123 | 13 | 13 | 13 |
| 营业利润 | -2,263 | 310 | 3,401 | 3,865 | 4,437 |
| 利润总额 | -2,089 | 452 | 3,436 | 3,890 | 4,452 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 30 | 30 | 30 |
| 归属母公司净利润 | -2,432.43 | 353.74 | 2,670.00 | 3,026.18 | 3,468.11 |

| 资产负债表 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产 | 36,343 | 34,302 | 32,961 | 32,082 | 31,425 |
| 流动资产 | 10,252 | 9,432 | 9,860 | 10,752 | 11,872 |
| 货币资金 | 4,392 | 3,295 | 3,629 | 3,960 | 4,520 |
| 交易型金融资产 | 661 | 804 | 804 | 804 | 804 |
| 应收帐款 | 545 | 439 | 483 | 527 | 571 |
| 应收票据 | 1,403 | 421 | 464 | 506 | 549 |
| 其他应收款 | 54 | 35 | 38 | 42 | 45 |
| 存货 | 2,668 | 3,726 | 3,624 | 3,960 | 4,295 |
| 可供出售投资 | 219 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 316 | 238 | 238 | 238 | 238 |
| 固定资产 | 22,602 | 21,898 | 20,273 | 18,618 | 16,940 |
| 无形资产 | 890 | 879 | 835 | 793 | 754 |
| 总负债 | 30,024 | 27,506 | 23,465 | 19,530 | 15,375 |
| 无息负债 | 16,531 | 15,977 | 13,808 | 13,120 | 12,433 |
| 有息负债 | 13,493 | 11,529 | 9,657 | 6,409 | 2,942 |
| 股东权益 | 6,320 | 6,796 | 9,496 | 12,552 | 16,050 |
| 股本 | 3,962 | 3,962 | 3,962 | 3,962 | 3,962 |
| 公积金 | 1,273 | 1,271 | 1,538 | 1,841 | 2,188 |
| 未分配利润 | 1,082 | 1,436 | 3,839 | 6,562 | 9,684 |
| 少数股东权益 | 14 | 33 | 63 | 93 | 123 |

| 现金流量表 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 1,041 | 3,244 | 2,706 | 3,959 | 4,183 |
| 净利润 | -2,432 | 354 | 2,670 | 3,026 | 3,468 |
| 折旧摊销 | 1,533 | 1,619 | 1,799 | 1,804 | 1,808 |
| 净营运资金增加 | -4,437 | 1,047 | 2,603 | 1,593 | 1,590 |
| 其他 | 6,378 | 223 | -4,366 | -2,465 | -2,683 |
| 投资活动产生现金流 | -2,513 | -547 | -32 | -27 | -27 |
| 净资本支出 | -1,643 | -729 | -40 | -40 | -40 |
| 长期投资变化 | 316 | 238 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -1,186 | -56 | 8 | 13 | 13 |
| 融资活动现金流 | 832 | -3,155 | -2,341 | -3,600 | -3,595 |
| 股本变化 | 86 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 330 | -1,964 | -1,872 | -3,248 | -3,467 |
| 无息负债变化 | -1,272 | -554 | -2,169 | -688 | -687 |
| 净现金流 | -648 | -437 | 333 | 331 | 560 |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------------|----------|----------|---------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | -20.20% | 8.64% | 10.12% | 9.13% | 8.34% |
| 净利润增长率 | -933.23% | -114.54% | 654.80% | 13.34% | 14.60% |
| EBITDA 增长率 | -91.26% | 1093.93% | 130.13% | 6.20% | 5.85% |
| EBIT 增长率 | -230.11% | -163.63% | 358.41% | 8.95% | 8.27% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | -9 | 59 | 8 | 7 | 6 |
| PB | 3 | 3 | 2 | 2 | 1 |
| EV/EBITDA | 154 | 13 | 5 | 4 | 4 |
| EV/EBIT | -24 | 37 | 8 | 6 | 5 |
| EV/NOPLAT | -21 | 47 | 10 | 8 | 6 |
| EV/Sales | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/IC | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 2.92% | 10.18% | 20.64% | 20.62% | 20.61% |
| EBITDA 率 | 0.93% | 10.19% | 21.30% | 20.73% | 20.25% |
| EBIT 率 | -5.96% | 3.49% | 14.54% | 14.52% | 14.51% |
| 税前净利润率 | -9.39% | 1.87% | 12.91% | 13.39% | 14.15% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | -10.93% | 1.46% | 10.03% | 10.42% | 11.02% |
| ROA | -6.69% | 1.03% | 8.19% | 9.53% | 11.13% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | -38.57% | 5.23% | 28.31% | 24.29% | 21.78% |
| 经营性 ROIC | -8.95% | 3.88% | 16.97% | 18.68% | 20.46% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 0.41 | 0.39 | 0.49 | 0.66 | 0.98 |
| 速动比率 | 0.30 | 0.23 | 0.31 | 0.42 | 0.63 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 0.47 | 0.59 | 0.98 | 1.94 | 5.41 |
| 有形资产/有息债务 | 2.54 | 2.81 | 3.22 | 4.72 | 10.06 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | -0.61 | 0.09 | 0.67 | 0.76 | 0.88 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股经营现金流 | 0.26 | 0.82 | 0.68 | 1.00 | 1.06 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 0.78 | 0.16 | 0.56 | 0.88 | 0.95 |
| 每股净资产 | 1.59 | 1.71 | 2.38 | 3.14 | 4.02 |
| 每股销售收入 | 5.62 | 6.10 | 6.72 | 7.33 | 7.94 |

资料来源：光大证券研究所预测、上市公司

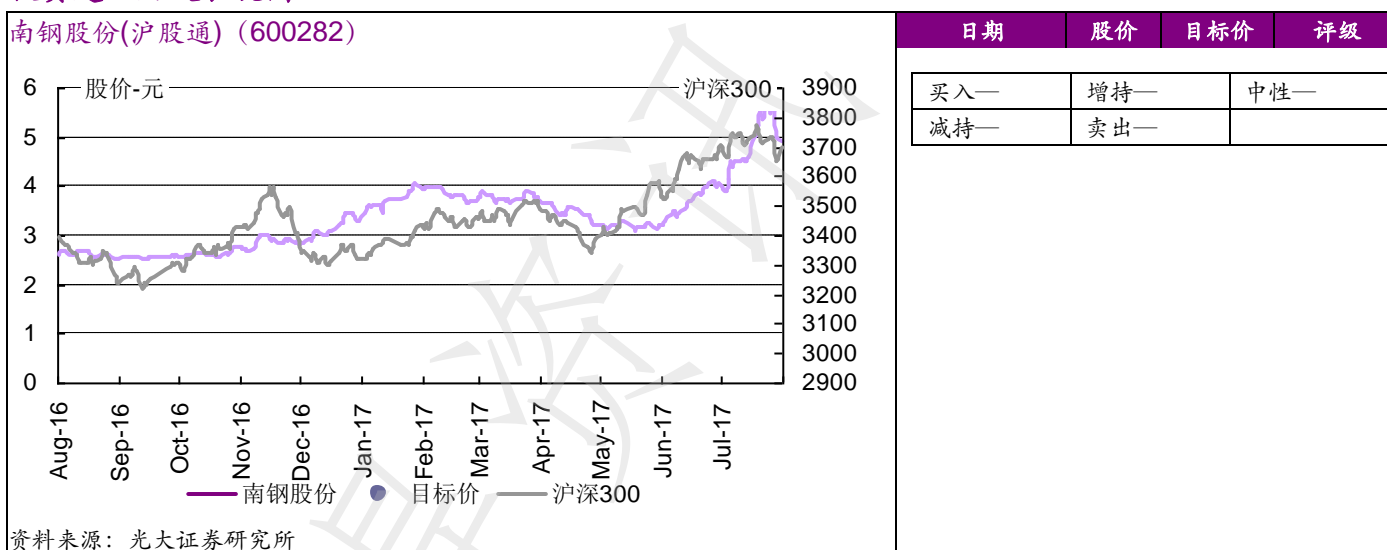
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王招华，光大证券钢铁+首席分析师，中国农业大学学士、北京大学 CCER 双学士，8 年钢铁证券研究经验，曾供职于天相投顾、国金证券、广发证券等机构，2015 年新财富钢铁行业第五名、水晶球钢铁行业第四名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2010 年新财富钢铁行业第一名（团队），对大宗商品电商及互联网物流领域研究有特长，熟悉公司：上海钢联、欧浦智网、宝钢股份、常宝股份、华菱钢铁、五矿发展、传化股份等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 | |
|--------|------|---------------|-------------------------|-------------------------|-------------------|
| 上海 | 陈蓉 | 021-22169086 | 13801605631 | chenrong@ebsecn.com | |
| | 濮维娜 | 021-62158036 | 13611990668 | puwn@ebsecn.com | |
| | 胡超 | 021-22167056 | 13761102952 | huchao6@ebsecn.com | |
| | 周薇薇 | 021-22169087 | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com | |
| | 李强 | 021-22169131 | 18621590998 | liqiang88@ebsecn.com | |
| | 罗德锦 | 021-22169146 | 13661875949/13609618940 | luodj@ebsecn.com | |
| | 张弓 | 021-22169083 | 13918550549 | zhanggong@ebsecn.com | |
| | 黄素青 | 021-22169130 | 13162521110 | huangsuqing@ebsecn.com | |
| | 王昕宇 | 021-22167233 | 15216717824 | wangxinyu@ebsecn.com | |
| | 邢可 | 021-22167108 | 15618296961 | xingk@ebsecn.com | |
| | 陈晨 | 021-22169150 | 15000608292 | chenchen66@ebsecn.com | |
| | 黄怡 | 010-58452027 | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com | |
| | 周洁瑾 | 021-22169098 | 13651606678 | zhoujj@ebsecn.com | |
| | 北京 | 郝辉 | 010-58452028 | 13511017986 | haohui@ebsecn.com |
| 梁晨 | | 010-58452025 | 13901184256 | liangchen@ebsecn.com | |
| 关明雨 | | 010-58452037 | 18516227399 | guanmy@ebsecn.com | |
| 郭晓远 | | 010-58452029 | 15120072716 | guoxiaoyuan@ebsecn.com | |
| 王曦 | | 010-58452036 | 18610717900 | wangxi@ebsecn.com | |
| 张彦斌 | | 010-58452040 | 18614260865 | zhangyanbin@ebsecn.com | |
| 深圳 | | 黎晓宇 | 0755-83553559 | 13823771340 | lix1@ebsecn.com |
| | 李潇 | 0755-83559378 | 13631517757 | lixiao1@ebsecn.com | |
| | 张亦潇 | 0755-23996409 | 13725559855 | zhangyx@ebsecn.com | |
| | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603 | wangyuanfeng@ebsecn.com | |
| | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561 | zhangjingwen@ebsecn.com | |
| | 牟俊宇 | 0755-83552459 | 13827421872 | moujy@ebsecn.com | |
| | 吴冕 | | 18682306302 | wumian@ebsecn.com | |
| | 国际业务 | 陶奕 | 021-22169091 | 18018609199 | taoyi@ebsecn.com |
| | | 戚德文 | 021-22167111 | 18101889111 | qidw@ebsecn.com |
| | | 金英光 | 021-22169085 | 13311088991 | jinyg@ebsecn.com |
| 傅裕 | | 021-22169092 | 13564655558 | fuyu@ebsecn.com | |