

## 拟置入集团资产，盈利能力更为增强

公司动态

◆**拟置入集团资产，盈利能力更为增强。**拟置入资产优良，公司2017年H1的EPS将增厚0.49元/股至1.01元/股，每股净资产摊薄0.31元/股至3.09元/股（拟置入资产2017年上半年净利5.1亿元）。预计拟置入后的公司2017年净利润为21.5亿元，折合EPS为2.81元/股，对应现价的PE为5.14倍。我们认为，这将有利于公司完善整个钢铁产业链布局，利好公司长期发展。

◆**公司控股股东实力强，品种结构合理，市场占有率高。**公司控股股东为宝钢集团新疆八一钢铁有限公司，实际控制人是中国宝武钢铁集团有限公司。控制人公司年产粗钢（5840万吨）规模位居中国第一。公司的建筑钢材和板材生产能力大体相当（总产能800万吨），2016年公司建材疆内市场占有率为40%、板材疆内市场占有率为55%。

◆**新疆区域未来的钢材需求强劲。**新疆维吾尔自治区确定2017年全区固定资产投资1.5万亿元、增长50%以上的计划目标（2016年为下降6.9%）。新疆的基础设施建设与发达省区相比仍比较滞后。2017年1-8月，新疆固定资产投资同比增长30.1%，未来投资力度将加大。根据固投用钢强度系数（0.12）测算，预计拉动新疆地区钢材需求1800万吨，同比增长45.3%。

◆**综合公司的区域定价和盈利能力，首次给予“增持”评级。**在不考虑拟置入资产对公司盈利贡献情况下，我们预计公司17~19年营业收入153、167、181亿元，归母净利11.32、11.85和12.16亿元，按当前总股本7.66亿股测算，对应2017-2019年EPS分别为1.48元、1.55元和1.59元。给予公司2017年行业平均的11倍PE估值，目标价16.28元，给予“增持”评级。

◆**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，钢铁去产能进展缓慢的风险；（3）公司经营不善的风险。（4）拟置入集团资产存在一定的不确定性，以及与公司现有资产协调风险。（5）公司与五冶集团存在诉讼案件的不确定性风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	10,555	9,890	15,272	16,678	18,072
营业收入增长率	-48.85%	-6.31%	54.42%	9.21%	8.36%
净利润（百万元）	-2,509	37	1,132	1,185	1,216
净利润增长率	23.29%	-101.48%	2952.05%	4.65%	2.62%
EPS（元）	-3.27	0.05	1.48	1.55	1.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	277.06%	1.69%	34.01%	26.25%	21.22%
P/E	-	298.5	9.8	9.3	9.1

来源：Wind、光大证券研究所预测

## 增持（首次）

当前价/目标价：14.45/16.28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](mailto:wangzh@ebsec.com)

杨华（执业证书编号：S0930517090001）  
021-22169319  
[yangh@ebsec.com](mailto:yangh@ebsec.com)

### 联系人

王凯  
021-22169126  
[wangk@ebsec.com](mailto:wangk@ebsec.com)

沈继富  
021-22169174  
[shenjif@ebsec.com](mailto:shenjif@ebsec.com)

### 市场数据

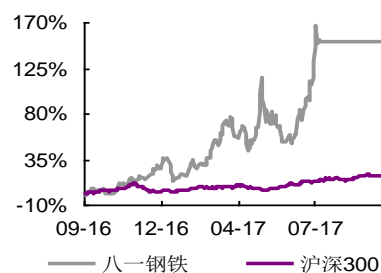
总股本(亿股)：7.66

总市值(亿元)：110.75

一年最低/最高(元)：5.18/14.45

近3月换手率：49.20%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.47	-4.41	130.96
绝对	0.00	1.78	150.29

## 目 录

1、 拟置入集团资产，盈利能力更为增强.....	3
1.1、 低成本拟置入集团资产，利好公司长期发展.....	3
1.2、 公司控股股东实力强，品种结构较为合理.....	4
1.3、 公司具有区域封闭市场定价权，产品议价能力强.....	5
2、 2017H1 实现净利 4 亿元，同比实现扭亏为盈.....	5
2.1、 2017H1 利润为 2011 年以来半年度表现最佳.....	5
2.2、 2016 年开始扭转颓势，步入上升发展期.....	7
3、 2017 年新疆地区固定资产计划投资同比增长 50%以上，钢材 未来需求强劲.....	7
4、 盈利预测与估值.....	8
4.1、 盈利预测.....	8
4.2、 相对估值和投资建议.....	10

## 1、拟置入集团资产，盈利能力更为增强

### 1.1、低成本拟置入集团资产，利好公司长期发展

2017年9月13日，八一钢铁与八钢公司签署《新疆八一钢铁股份有限公司与宝钢集团新疆八一钢铁有限公司之重大资产置换及支付现金购买资产协议》，双方同意进行前述资产置换和支付现金购买资产交易。

资产拟置换内容。上市公司置出 25.1 亿元承兑汇票和支付现金 18.35 亿元人民币，置入资产包括三块：炼铁系统的整体资产、经营性负债与业务，能源系统与厂内物流的资产、经营性负债与业务，制造管理部和采购中心的资产、经营性负债与业务，估价 43.45 亿元人民币。

现金支付方式。作价差额部分所对应的现金将于标的资产变更登记或交付完成之日起的 20 个工作日内（包含完成当日）一次性完成支付。

拟置入资产优良，成本较低。拟置入资产 2017 年上半年净利 5.1 亿元，高出上市公司上半年净利的 4.01 亿元。预计拟置入后的公司 2017 年公司净利润为 21.5 亿元（假设拟置入资产 2017 年下半年净利与上半年相当，全年为 10.2 亿元，加上上市公司 2017 年预估 11.3 亿元），折合 EPS 为 2.81 元/股，对应现价的 PE 为 5.14 倍。我们认为，这将有利于公司完善整个钢铁产业链布局，利好公司长期发展。

表 1：本次资产拟置换情况

	拟置出资产	拟置入资产
资产置换	八钢公司向八一钢铁开具的 251,000 万元商业承兑汇票。	1. 炼铁系统的整体资产、经营性负债与业务。 2. 能源系统与厂内物流的资产、经营性负债与业务。 3. 制造管理部和采购中心的资产、经营性负债与业务。
估价	25.10 亿元人民币	43.45 亿元人民币
现金补差	18.35 亿元人民币	0
盈利情况	--	2017 年上半年净利 5.1 亿元

资料来源：公司公告

资产交易后对公司主要财务数据产生重大影响。公司 2017 年上半年的 EPS 将增厚 0.49 元/股至 1.01 元/股，每股净资产摊薄 0.31 元/股至 3.09 元/股，净资产收益率和资产负债率分别上升 22.41 个百分点和 8.02 个百分点。

表 2：交易前后对公司主要财务指标的影响

项目	2016 年 12 月 31 日		2017 年 6 月 30 日		
	交易前	交易后	交易前	交易后	变化
基本每股收益（元）	0.05	-0.75	0.52	1.01	0.49
每股净资产（元）	2.87	2.08	3.40	3.09	-0.31
净资产收益率（%）	5.74	91.58	16.73	39.14	22.41
资产负债率（%）	80.04	交易后	80.87	88.89	8.02

资料来源：公司公告

未来盈利能力分析。2017 年以来新疆地区加大固定资产投资力度，新疆钢铁行业化解过剩产能效果显著，钢铁行业景气度明显提升，使得拟置入

资产产能利用率显著上升，同时，铁水（拟置入资产主要产品）市场价格走势持续回转，将提升拟置入资产的盈利能力。

## 1.2、公司控股股东实力强，品种结构较为合理

公司控股股东为宝钢集团新疆八一钢铁有限公司，实际控制人是中国宝武钢铁集团有限公司。控制人公司年产粗钢（5840 万吨）规模位居中国第一、全球第二，资产总额约为 7300 亿元，营业收入将达 3300 亿元，全球钢铁行业最具影响力的企业之一。

图 1：公司控股股东架构情况



资料来源：公司年报

公司拥有完整优质的炼钢及轧钢生产系统，具备 800 万吨的年产钢能力，具备螺纹钢、线材等建筑钢材，以及热轧冷轧和中厚板等板材的钢铁综合生产能力。

表 3：公司钢铁制造的产能状况表

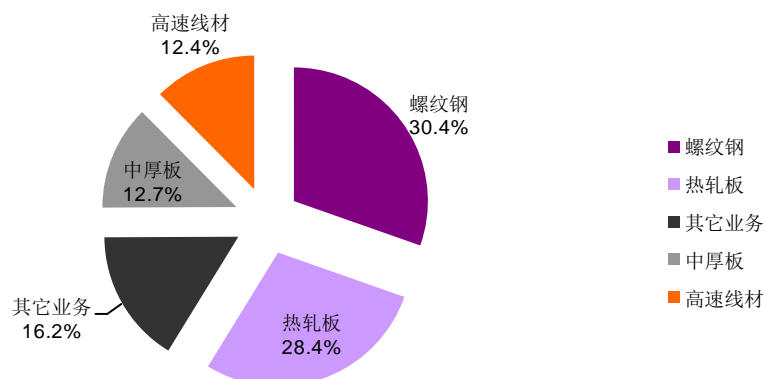
项目	设计产能 (单位：万吨)	2016年实际产量 (单位：万吨)	2017年计划产量 (单位：万吨)
铁	300	-	-
其中：南疆钢铁	300	-	-
钢	1100	415	500
其中：1.公司本部	800	415	500
(1) 第一炼钢	350	201	235
(2) 第二炼钢	450	214	265
2.南疆钢铁	300	-	-
材	1050	397	480
其中：1.公司本部	830	397	480
(1) 棒线轧钢	350	193	211
(2) 热轧厂	300	120	158
(3) 冷轧厂	60	33	51
(4) 中厚板厂	120	51	60
2.南疆钢铁	220	-	-

资料来源：公司 2016 年年报

公司以新疆为核心销售区域，产品在新疆及西北地区拥有较高的品牌认知度。2016 年公司生产建筑钢材 193.35 万吨，板材 203.83 万吨。

公司占据新疆区内钢材销售的半壁江山。2016 年公司建材疆内市场占有率为 40%、板材疆内市场占有率为 55%。

图 2：公司主要业务及品种占比情况

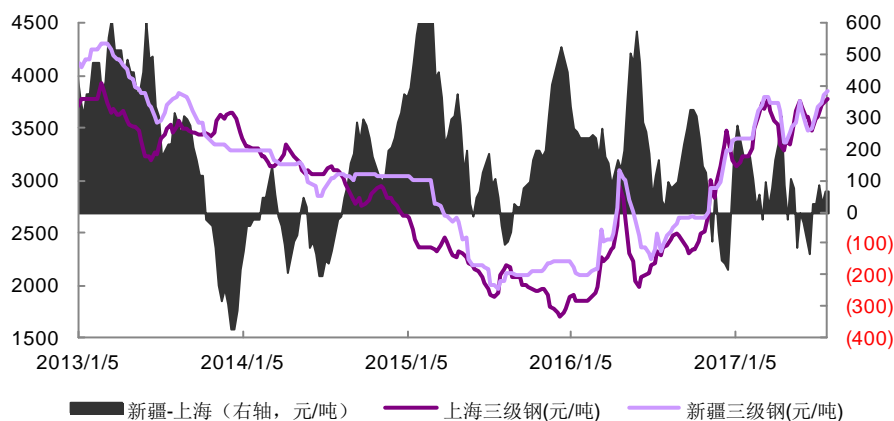


资料来源：公司 2016 年报

### 1.3、公司具有区域封闭市场定价权，产品议价能力强

公司所在地新疆地区具有一定区域封闭性，有利于公司对市场价格的控制，提升钢材品种的议价能力。以公司所在区域的螺纹钢价格为例，最近 5 年的大部分时间中，高于全国代表区域上海市场 100 元/吨以上，价差最大时期公司产品价格要高 600 元/吨。主要原因是新疆地区与中西部特别是东部地区相距甚远，即使距离最近的兰州市也超过 1300 公里，对应运费在 120 元/吨以上。

图 3：新疆地区螺纹钢价格大部分时间比上海等代表地区高出 100 元以上



资料来源：Wind、Mysteel、光大证券研究所

## 2、2017H1 实现净利 4 亿元，同比实现扭亏为盈

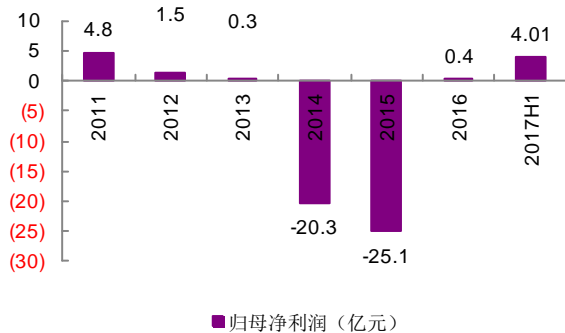
### 2.1、2017H1 利润为 2011 年以来半年度表现最佳

2017 年上半年，公司实现归母净利润 4.01 亿元，相比去年同期，增长 980.77%。2017 年 Q2 实现归母净利润 1.29 亿元，环比 2017 年 Q1 下降

52.8%，主要是由于原材料价格大幅上升（公司大部分外购内陆高成本的铁矿石和煤焦资源），新疆地区项目开工较为缓慢所致。

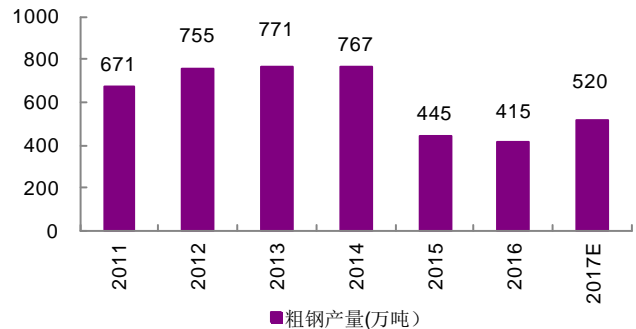
公司产量小幅提升。公司产量方面，2017年上半年生产粗钢249万吨（去年同期171万吨），同比增长45.61%。公司计划2017年全年产钢量520万吨（2016年全年产量415万吨），同比增长25.30%。2017年上半年吨钢实现净利160元/吨，同比增长26.7倍。

图4：2017年上半年公司实现净利4亿元



资料来源：Wind

图5：公司产量稳步回升



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70.84亿元，同比增长92.88%。公司钢材产量249万吨，同比增长45.61%。公司实现归母净利润亿元，同比实现扭亏为盈（去年同期亏损3.14亿元）。

2017年Q2，公司毛利率为11.72%，继续保持在两位数以上的较高水平。2017年Q2末，公司资产负债率80.87%，稍高于上半年整个钢铁行业的69%（中钢协101家会员单位平均资产负债率）。

表4：公司单季主要财务数据

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
主营业务收入 (亿元)	9.92	26.80	32.17	30.00	28.38	42.45
同比增长率	-58.70%	-26.60%	2.19%	121.63%	186.07%	58.39%
毛利 (亿元)	-0.70	4.65	0.75	5.28	4.91	4.98
毛利率	-7.06%	17.36%	2.33%	17.60%	17.31%	11.72%
税前利润 (亿元)	-4.47	1.34	-2.38	5.89	2.73	0.29
归母净利润 (亿元)	-4.47	1.34	-2.38	5.89	2.73	1.29
净利率	-45.09%	4.98%	-7.40%	19.63%	9.61%	3.03%
同比增长率	亏损	扭亏为盈	亏损	扭亏为盈	-160.95%	-3.63%
扣非净利润 (亿元)	-4.48	1.29	-2.59	2.62	2.71	1.28
期末净资产 (亿元)	-13.52	-12.15	-14.50	21.97	24.73	26.03
ROE	132.37%	-43.97%	65.66%	107.20%	44.11%	19.79%
存货/销售收入	144.33%	51.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
资产负债率	107.51%	106.83%	108.22%	80.04%	79.80%	80.87%
最新总股本 (亿股)	7.66	7.66	7.66	7.66	7.66	7.66
全面摊薄 EPS (元/股)	-0.584	0.174	-0.311	0.768	0.356	0.168

资料来源：Wind

## 2.2、2016 年开始扭转颓势，步入上升发展期

公司 2016 年实现营业收入 99 亿元，同比下降 6.31%；2016 年实现归母净利润 0.37 亿元，同比扭亏为盈（2015 年为亏损 25.1 亿元），经营状况颓势得以扭转。

公司 2016 年吨钢销售收入 2383 元/吨，与上年基本持平（2372 元/吨）；毛利率为 10.09%，同比增加了 19.9 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，公司销售毛利增加，业绩得以改善。

公司 2016 年 ROE（摊薄）为 1.69%，基本 EPS 为 0.05 元/股。按当前股价计算，公司 2016 年 PE 为 298.5 倍。

表 5：公司年度主要财务数据

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
粗钢产量(万吨)	671	755	771	767	445	415
销售收入(亿元)	280	266	232	206	106	99
吨钢均价(元/吨)	4166	3521	3009	2691	2372	2383
吨钢均价变化		-15%	-15%	-11%	-12%	0%
销售成本(亿元)	256	247	213	203	116	89
毛利(亿元)	23.15	18.70	18.60	3.09	(10.31)	9.98
毛利率	8.28%	7.03%	8.02%	1.50%	-9.77%	10.09%
销售费用(亿元)	8.06	10.54	8.83	11.87	5.44	4.33
财务费用(亿元)	3.14	3.99	4.11	5.45	4.57	3.32
管理费用(亿元)	5.78	2.12	3.81	3.97	2.84	3.45
期间费用率	6.08%	6.26%	7.22%	10.32%	12.17%	11.23%
归母净利润(亿元)	4.8	1.5	0.3	-20.3	-25.1	0.4
同比增长		-68%	-78%	亏损	亏损	扭亏为盈
净利润率	1.72%	0.58%	0.14%	-9.86%	-23.77%	0.38%
吨钢净利(元/吨)	72	20	4	-265	-564	9
扣非净利润(亿元)	4.80	1.09	0.33	-20.62	-25.62	-3.16
折旧(亿元)	5.74	6.09	6.55	10.64	7.72	6.09
吨钢折旧(元/吨)	86	81	85	139	173	147
存货(亿元)	29.35	28.64	36.95	34.92	13.49	9.48
存货/销售收入	10.50%	10.77%	15.93%	16.92%	12.78%	9.59%
员工总数(人)	5777	5832	7498	6918	5956	2879
人均钢产量(吨)	1162	1295	1028	1109	747	1441

资料来源：Wind

## 3、2017 年新疆地区固定资产投资同比增长 50%以上，钢材未来需求强劲

2017 年初，新疆维吾尔自治区政府确定 2017 年全区固定资产投资 1.5 万亿元、增长 50%以上的计划目标（2016 年为下降 6.9%）。新疆的基础设施建设与发达省区相比仍比较滞后，交通、水利、能源、通信等基础设施建设等领域仍有较大发展空间。

公路、铁路和水利等钢材下游的基建行业投资占比大。具体来看，计划公路建设投资 2000 亿元、铁路建设投资 347 亿元、机场建设投资 143.5 亿

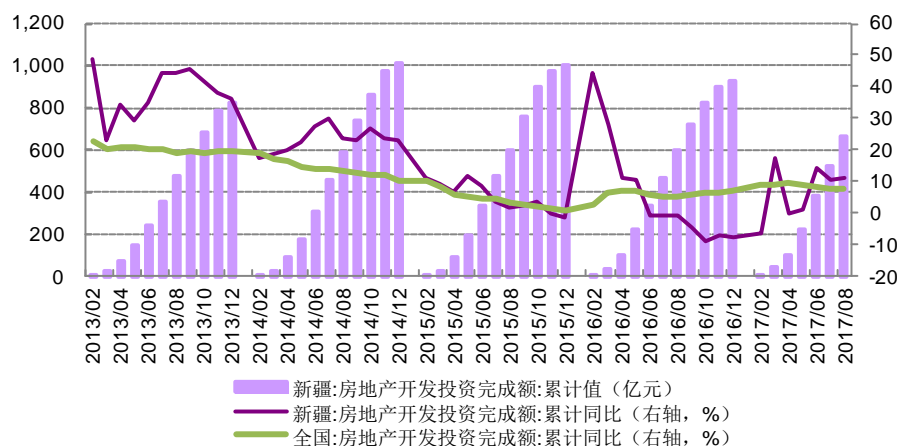
元、网络信息化建设投资 100 亿元以上、水利建设投资 360 亿元、“电化新疆”建设投资 1810 亿元以上。

新疆地理位置优越，是国家战略重要连接点。处于“一带一路”国家战略西北出口链接点，丝绸之路经济带核心区、“三基地一通道”、“五大中心”和“十大进出口产业集聚区”建设区域。

2017 年 1-8 月，新疆地区房地产开发投资 665 亿元，同比增长 11.2%；2017 年 1-8 月，新疆地区固定资产投资 8197 亿元，同比增长 30.1%。

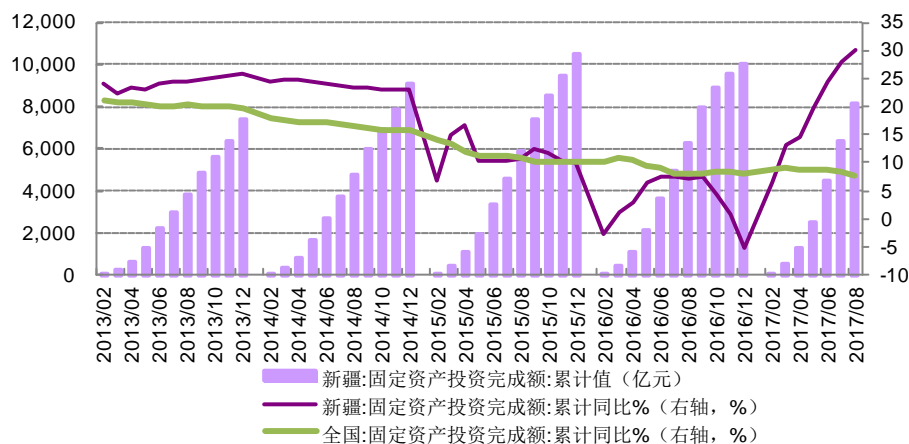
根据固投用钢强度系数（每万元固定资产投资用钢 120 公斤）测算，预计 2017 年新疆地区钢材需求 1800 万吨，同比增长 45.3%。

图 6：新疆地区 2017 年房地产开发投资增速回升比全国要快



资料来源：Wind、国家统计局

图 7：新疆地区 2017 年固定资产投资增速大幅高于全国增速



资料来源：Wind、国家统计局

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、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 43% 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 7% 和 5% 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。（5）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。(6) 不考虑拟置入资产对公司盈利的影响。

我们预计公司 17~19 年营业收入 153、167、181 亿元，归母净利 11.32、11.85 和 12.16 亿元，按当前总股本 7.66 亿股测算，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 1.48 元、1.55 元和 1.59 元。

**表 6：公司主要财务指标预测**

	2016	2017E	2018E	2019E
钢材产量 (万吨)	397	480	500	530
其中：螺纹钢	156	188	196	208
热轧钢卷	153	185	193	204
高速线材	38	46	48	51
中厚板	51	61	64	67
钢材产品销售均价 (元/吨)	2088	2965	3173	3268
其中：螺纹钢	1927	2736	2900	2987
热轧钢卷	1834	2586	2767	2850
高速线材	3233	4041	4163	4246
中厚板	2452	3139	3296	3362
钢材产品销售收入 (亿元)	83	137	151	164
其中：螺纹钢	30	51	57	62
热轧钢卷	28	48	53	58
高速线材	12	19	20	22
中厚板	13	19	21	23
其它业务收入	16	16	16	16
营业总收入	99	153	167	180
钢材产品毛利率(%)	11.4%	21.0%	21.0%	20.0%
其中：螺纹钢	13.8%	22.0%	22.0%	21.0%
热轧钢卷	12.2%	20.0%	20.0%	19.0%
高速线材	9.1%	22.0%	22.0%	21.0%
中厚板	6.5%	20.0%	20.0%	19.0%
其它业务毛利率	3.1%	7.0%	7.0%	6.0%
公司整体毛利率	10.1%	19.3%	19.5%	18.5%
钢材产品毛利 (亿元)	9.49	28.77	31.70	32.88
其中：螺纹钢	4.14	11.32	12.49	13.02
热轧钢卷	3.42	9.57	10.66	11.06
高速线材	1.12	4.09	4.38	4.52
中厚板	0.81	3.83	4.19	4.30
其它业务毛利 (亿元)	0.50	1.12	1.12	0.96
公司整体毛利 (亿元)	9.98	29.58	32.48	33.44
营业税费 (亿元)	0.64	0.98	1.07	1.16
销售费用 (亿元)	4.33	6.69	7.30	7.91
管理费用 (亿元)	3.45	5.33	5.82	6.30

财务费用 (亿元)	3.32	5.34	6.86	5.94
营业利润	-3.16	11.27	11.90	12.31
利润总额	0.37	11.62	12.15	12.46
归母净利润	0.37	11.32	11.85	12.16

资料来源：公司年报，光大证券研究所预测

## 4.2、相对估值和投资建议

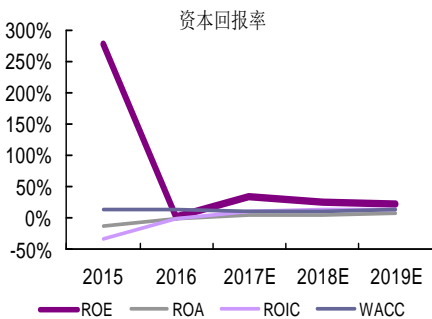
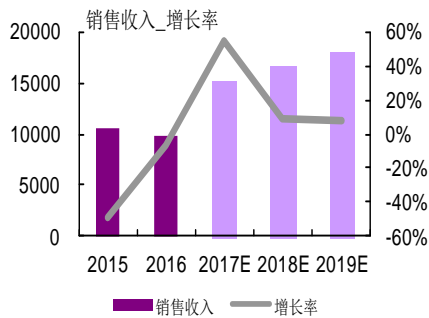
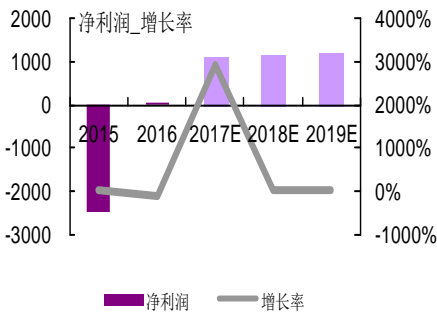
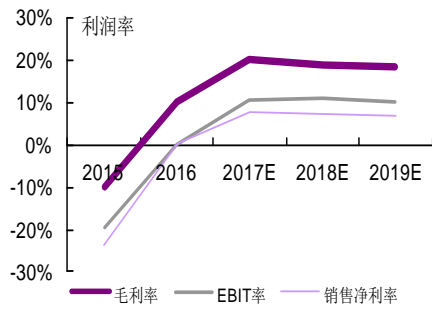
公司为西部地区大型钢铁生产企业，主营螺纹钢、热轧板卷和中厚板、线材等钢材品种。A股可比钢铁公司主要有方大特钢、南钢股份、韶钢股份和河钢股份等。目前A股主营业务与公司相近的上市公司PE平均估值水平为17年11倍、18年9.9倍和19年9.1倍，与公司业务相似度最高的方大特钢为11.8倍。我们预计公司2017年EPS为1.48元/股，给予公司2017年行业平均的11倍PE估值，对应公司目标价为16.28元，首次给予“增持”评级。

表7：可比公司估值比较

公司名称	收盘价		EPS				PE				3年CAGR	PEG 17年	市值 (亿元)	入钢停牌期间累计涨幅
	2017/10/09	16	17E	18E	19E	16	17E	18E	19E					
方大特钢	13.04	0.50	1.11	1.15	1.20	26.1	11.8	11.4	10.8	33.8	0.10	173	43.6%	
南钢股份	5.49	0.09	0.67	0.76	0.88	61.0	8.2	7.2	6.2	98.0	0.03	242	36.1%	
韶钢股份	8.30	0.04	0.92	1.01	1.06	207.5	9.0	8.3	7.8	193.4	0.00	201	51.8%	
河钢股份	4.41	0.15	0.30	0.35	0.38	29.4	14.5	12.7	11.6	37.3	0.14	468	-0.5%	
平均	-	-	-	-	-	81.0	11.0	9.9	9.1	-	-	-	32.8%	
八一钢铁	14.45	0.05	1.48	1.55	1.59	289.0	9.8	9.3	9.1	94.2	0.03	111		

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）房地产调控政策趋严，钢材需求缩减导致钢价大幅波动的风险；（2）环保政策不及预期，钢铁去产能进展缓慢，落后产能重新复产的风险；（3）公司经营和管理不善的风险。（4）拟置入集团资产存在一定的不确定性，以及与公司现有资产协调的风险。（5）公司与五冶集团存在诉讼案件的不确定性风险，支付金额约1036万元人民币。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>10,555</b>	<b>9,890</b>	<b>15,272</b>	<b>16,678</b>	<b>18,072</b>
营业成本	11,587	8,892	12,175	13,543	14,722
折旧和摊销	774	611	586	588	591
营业税费	28	64	98	107	116
销售费用	544	433	669	730	791
管理费用	284	345	533	582	630
财务费用	457	332	534	686	594
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	13	13	13
<b>营业利润</b>	<b>-2,509</b>	<b>-316</b>	<b>1,127</b>	<b>1,190</b>	<b>1,231</b>
<b>利润总额</b>	<b>-2,455</b>	<b>37</b>	<b>1,162</b>	<b>1,215</b>	<b>1,246</b>
少数股东损益	0	0	30	30	30
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-2,508.63</b>	<b>37.10</b>	<b>1,132.41</b>	<b>1,185.11</b>	<b>1,216.19</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>18,269</b>	<b>11,012</b>	<b>18,781</b>	<b>19,187</b>	<b>19,416</b>
流动资产	2,470	4,636	7,512	8,317	9,097
货币资金	664	798	1,232	1,345	1,458
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	26	4	7	8	8
应收票据	358	2,774	4,284	4,678	5,069
其他应收款	2	111	172	187	203
存货	1,349	948	1,298	1,444	1,570
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	14,794	6,329	5,636	5,236	4,685
无形资产	103	9	8	8	7
<b>总负债</b>	<b>19,174</b>	<b>8,814</b>	<b>15,422</b>	<b>14,612</b>	<b>13,595</b>
无息负债	12,201	2,903	4,615	5,123	5,606
有息负债	6,973	5,911	10,807	9,488	7,989
<b>股东权益</b>	<b>-905</b>	<b>2,197</b>	<b>3,360</b>	<b>4,575</b>	<b>5,821</b>
股本	766	766	766	766	766
公积金	1,844	4,908	4,908	4,908	4,908
未分配利润	-3,520	-3,483	-2,350	-1,165	51
少数股东权益	0	0	30	60	90

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,431</b>	<b>604</b>	<b>1,278</b>	<b>2,038</b>	<b>2,127</b>
净利润	-2,509	37	1,132	1,185	1,216
折旧摊销	774	611	586	588	591
净营运资金增加	-4,115	11,226	1,573	404	403
其他	10,280	-11,271	-2,013	-139	-83
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-368</b>	<b>-428</b>	<b>-5,615</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>
净资本支出	-371	-86	-40	-40	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	4	-342	-5,575	13	13
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,167</b>	<b>-124</b>	<b>4,771</b>	<b>-1,897</b>	<b>-1,987</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-594	-1,062	4,896	-1,318	-1,500
无息负债变化	140	-9,298	1,712	509	483
<b>净现金流</b>	<b>-103</b>	<b>52</b>	<b>434</b>	<b>113</b>	<b>112</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-48.85%	-6.31%	54.42%	9.21%	8.36%
净利润增长率	23.29%	-101.48%	2952.05%	4.65%	2.62%
EBITDA/EBITDA 增长率	162.35%	-149.01%	256.66%	9.71%	-1.99%
EBIT/EBIT 增长率	32.18%	-100.75%	10635.91%	13.02%	-2.75%
<b>估值指标</b>					
PE	-4	298	10	9	9
PB	-12	5	3	2	2
EV/EBITDA	-14	27	10	8	8
EV/EBIT	-9	1,106	13	11	11
EV/NOPLAT	-9	1,106	13	11	11
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	3	2	2	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	-9.77%	10.09%	20.28%	18.80%	18.54%
EBITDA 率	-12.11%	6.33%	14.63%	14.70%	13.29%
EBIT 率	-19.44%	0.16%	10.79%	11.17%	10.03%
税前净利润率	-23.26%	0.38%	7.61%	7.29%	6.90%
税后净利润率 (归属母公司)	-23.77%	0.38%	7.42%	7.11%	6.73%
ROA	-13.73%	0.34%	6.19%	6.33%	6.42%
ROE (归属母公司) (摊薄)	277.06%	1.69%	34.01%	26.25%	21.22%
经营性 ROIC	-33.53%	0.19%	11.64%	13.25%	13.12%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.14	0.53	0.50	0.59	0.71
速动比率	0.06	0.42	0.42	0.49	0.59
归属母公司权益/有息债务	-0.13	0.37	0.31	0.48	0.72
有形资产/有息债务	2.61	1.86	1.74	2.02	2.43
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	-3.27	0.05	1.48	1.55	1.59
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	5.78	0.79	1.67	2.66	2.78
每股自由现金流(FCFF)	3.37	-13.76	1.00	2.43	2.56
每股净资产	-1.18	2.87	4.34	5.89	7.48
每股销售收入	13.77	12.90	19.93	21.76	23.58

资料来源：光大证券、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。

杨华，复旦大学经济学硕士，2015 年加入光大证券，负责钢铁行业研究。5 年以上钢铁行业研究经验，曾就任上海钢联（300226，SZ）研究中心主任助理、咨询部副主任等职，对钢铁产业链有深入研究；期间负责工信部、商务部等政府部门专项课题，在钢铁领域有较为丰富的人脉。

## 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

上海市新闻路 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@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com