

中联重科(000157)/专用设备

推 3.81 亿股大规模股权激励，彰显 2017-2019 年业绩信心

评级：增持(维持)

市场价格：4.61

目标价格：5—5.5

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：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

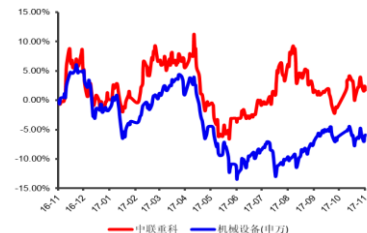
Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

联系人：许忠海

Email: xuzh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,625
流通股本(百万股)	7,614
市价(元)	4.61
市值(百万元)	33,233
流通市值(百万元)	33,179

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 《中联重科(000157) 中报预盈 11-13 亿元超预期; 工程机械板块大增约 80%》2017-7-17
- 2 《中联重科(000157) 深度报告: 工程机械领军企业, 战略聚焦工程机械、农业机械》2017-7-13
- 3 《中联重科(000157): 股东大会通过环境产业出售议案, 战略聚焦工程机械、农业机械》2017-7-2
- 4 《中联重科(000157.SZ): 连续回购 A 股超 7000 万元; 出售环境产业 80% 股权, 聚焦工程机械、农业机械》2017-5-27

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20,753.35	20,022.52	22,950.00	24,800.00	27,490.30
增长率 yoy%	-19.72%	-3.52%	14.62%	8.0%	10.85%
净利润	3.47	-933.70	1,495.86	1,732.28	2,735.62
增长率 yoy%	-85.95%	-1218.64%	260.21%	15.81%	57.92%
每股收益(元)	0.01	-0.12	0.20	0.23	0.36
每股现金流量	-0.44	0.28	0.25	0.25	0.55
净资产收益率	0.21%	-0.54%	4.03%	4.45%	6.57%
P/E	491	—	23	20	12
PEG	—	—	0.09	1.25	0.22
P/B	1.03	0.95	0.92	0.88	0.82

备注:

投资要点

■ **事件：公司股东大会通过 3.81 亿股股权激励计划议案，1231 名核心骨干员工受益：公司拟向激励对象授予权益总计 3.81 亿份，占本计划公告时公司股本总额 76.25 亿股的 5%，其来源为公司向激励对象定向发行的 A 股普通股。其中，股票期权及限制性股票各占全部拟授出权益的 50%。股票期权的行权价格为 4.57 元/股，限制性股票授予价格最低为 2.29 元/股。**

1、大规模（占总股份 5%，涉及公司总人数近 9%）公司员工受益于此次股权激励，人均近 31 万股；

2、股权激励要求公司未来几年业绩保持较快增长；

3、股权激励总成本 3.21 亿，其中 2018 年需摊销 1.87 亿；

■ **点评：**

1、**3.81 亿股股权激励绑定核心骨干员工：**此次实施股权激励计划涉及员工达到 1231 人，主要包括公司董事、高级管理人员、核心关键技术及管理人员，以及公司董事会认为需要进行激励的员工，占公司现有人数的 8.66%。

2、**中联重科 2017-2019 年工程机械主业快速增长可期：**剔除相关成本影响以及 2017 年处置环境一次性的收益后，我们认为中联重科在进行了大量计提后，盈利能力得到了快速增长，未来两年其主业产生的利润有望保持快速增长。

3、**公司此时进行股权激励彰显 2017-2019 年业绩信心**

■ **中联重科 2017 年三季度报净利润 12.82 亿元，盈利能力提升**

2017 年前三季度实现扣非净利润 1.19 亿（同比增长 7 倍），毛利率环比上升：公司三季度单季毛利率 26.3%，相比 1-6 月毛利率 19.5% 大幅提升，说明公司各类产品毛利率开始提升。

■ **公司以 116 亿出售环境产业公司 80% 股权**

盈峰控股成为环境产业公司未来的控制人，收购环境产业公司 51% 的股权，中联重科将继续持有环境产业公司 20% 股权。2016 年环境产业公司收入 56 亿元，同比增长 24%；净利润 7.55 亿元，同比增长 9.22%，净利润率为 13.47%。本次出售环境产业公司对应 PE 为 19.2 倍。

■ **战略聚焦工程机械和农业机械，做优做强核心业务**

■ **资产负债表开始修复，资产质量开始明显好转**

■ **盈利预测与估值**

我们维持公司 2017-2019 年 EPS 为 0.20 元/0.23 元/0.36 元，对应 PE 为 22/20/13 倍；公司 2017 年 PB 为 0.92 倍；维持“增持”评级。

■ **风险提示：**工程机械需求持续性风险；原材料价格上涨；汇兑损失风险。

内容目录

一、公司公布 3.81 亿股股权激励计划，未来主业快速增长可期	- 3 -
1、公司股东大会通过 3.81 亿股股权激励计划议案	- 3 -
2、激励绑定核心员工，彰显公司未来业绩增长信心	- 4 -
二、2017 年三季报净利润 12.82 亿元，盈利能力提升	- 5 -
1、公司三季报：净利润近 13 亿元	- 5 -
2、三季度单季毛利率 26.3%，比上半年大幅提升 7 个百分点左右	- 5 -
三、“出售环境公司控股权”及“计提资产减值”项目深远影响	- 5 -
四、公司以 116 亿出售环境产业公司 80% 股权	- 6 -
五、中联重科：聚焦高端装备，工程机械、农业机械为未来亮点	- 6 -
六、盈利预测与估值	- 7 -
七、风险提示	- 7 -

一、公司公布 3.81 亿股股权激励计划，未来主业快速增长可期

1、公司股东大会通过 3.81 亿股股权激励计划议案

- **公司股东大会通过 3.81 亿股股权激励计划议案。公司拟授予激励对象 3.81 亿股：**公司拟向激励对象授予权益总计 3.81 亿份，占本计划公告时公司股本总额 76.25 亿股的 5.00%，其来源为公司向激励对象定向发行的 A 股普通股。其中，股票期权及限制性股票各占全部拟授出权益的 50.00%。股票期权的行权价格为 4.57 元/股，限制性股票授予价格最低为 2.29 元/股。
- **涉及面广，近 9% 员工受惠于此次股权激励：**公司此次计划首次激励对象总人数为 1231 人（截止 2017 年 6 月 30 日，公司总数人为 14218 人，占比为 8.66%），包括公司董事、高级管理人员、核心关键技术及管理人员，以及公司董事会认为需要进行激励的员工。根据初步计算，此次股权激励如顺利实现，平均每人可获近 31 万股 A 股股票。
- **公司未来三年主业快速增长可期：**首次授予部分股票期权及限制性股票的考核年度为 2017 至 2019 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，公司需达到下述业绩考核指标：

图表 1：中联重科未来三年业绩考核指标

行权期/解除限售期	行权条件/解除限售条件
第一个行权期/解除限售期	公司 2017 年度净利润为正，且不低于 2017 年度同行业可比公司平均净利润
第二个行权期/解除限售期	公司 2018 年度净利润为正，且较 2017 年度增长 10% 或以上
第三个行权期/解除限售期	公司 2019 年度净利润为正，且较 2018 年度增长 10% 或以上

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- **股权激励的成本：**公司按照相关估值工具确定授予日限制性股票的公允价值（如为负数则取零），并最终确认本计划的股份支付费用，该等费用将在本计划的实施过程中按月平均摊销。由本计划产生的激励成本将在经常性损益中列支。一般来说，相关成本主要体现在公司的费用科目（主要是管理费用科目）。

图表 2：中联重科股权激励成本

	总数量	需摊销总费用	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
股票期权	1.72 亿	0.86 亿	0.09 亿	0.50 亿	0.19 亿	0.07 亿
限制性股票	1.72 亿	2.35 亿	0.25 亿	1.37 亿	0.53 亿	0.20 亿
合计		3.21 亿	0.34 亿	1.87 亿	0.72 亿	0.27 亿

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- **后续程序：**此激励计划需经公司股东大会、A股及H股类别股东会议审议通过后方可实施，通过激励计划之日起60日内，公司将按相关规定召开董事会对激励对象进行首次授予，并完成登记、公告等相关程序。

2、激励绑定核心员工，彰显公司未来业绩增长信心

- **3.81 亿股权绑定核心骨干员工：**剔除公司控股股东及高管历史上少量的增持行为，中联重科曾经在2013年6月以及2014年12月对公司A股实施较大规模的增持，但增持者主要以中联重科管理团队为主；此次实施股权激励计划涉及员工达到1231人，主要包括公司董事、高级管理人员、核心关键技术及管理人员，以及公司董事会认为需要进行激励的员工，占公司现有人数的8.66%。我们认为通过此轮股权激励，公司核心中高级别管理及技术人员大部分可以得到有效的激励，未来公司整体骨干员工团队也将保持较强的稳定性，对公司未来持续发展有利。

图表 3：中联重科大规模增持历史

时间	规模	主要增持方
2013年6月	约1.4亿	21位核心管理人员
2014年12月	8.43亿人民币	湖南方盛

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

- **中联重科 2017-2019 年业绩快速增长可期：**根据我们的预测，中联重科在2017-2019年业务收入将分别为229.5亿、248.0亿及274.9亿，分别对应净利润为14.96亿、17.32亿以及27.36亿。此次股权激励项目中，股权激励及限制性股票均将在2017-2020年产生一定的摊销费用（2018年达到1.87亿，为高峰年度），剔除相关成本影响以及2017年一次性的收益后，我们认为中联重科盈利能力将迅速得到修复，未来两年其主业实际利润实际上将保持快速增长（复合增速超过130%）。

图表 4：预测中联重科未来三年利润情况

单位：亿	2017年	2018年	2019年
预计净利润	14.96	17.32	27.36
股权激励成本	0.34	1.87	0.72
预计出售环境板块、处置较长期库存以及大规模计提等一次性收益对利润的综合影响	-10.00	0	0
公司主业实际利润	5.30	19.19	28.08

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

注：假定中联重科在2018/2019年不会再有大规模的一次性收益以及计提

- **公司此时进行股权激励彰显业绩筑底信心：**工程机械行业自2016年下半年以来反弹至今，挖掘机、汽车起重机以及部分混凝土、塔机类产品仍保持较高的增长速度；受益于各类工程机械产品行业性反弹，包括中

联重科在内的主机厂家均在近两年内逐步实现了三张报表的改善，其盈利能力出现大幅提升，中联重科当前估值较低，此时推出股权激励，是对未来业绩持续增长的一次背书，彰显了中联重科业绩筑底的信心。

二、2017年三季报净利润12.82亿元，盈利能力提升

1、公司三季报：净利润近13亿元

- 公司发布三季度业绩报告，前三季度营业收入为178.60亿，同比增长26.64%，净利润为12.82亿元（去年同期亏损8.02亿），扭亏为盈。
- 业绩变动主要原因：1、得益于工程机械行业形势回暖以及公司产品结构升级，公司营业收入大幅增长，其中工程机械收入同比增长75%；2、公司出售环境板块80%股权实现投资收益；3、公司在前三季度对存在减值迹象的应收账款、存货等资产计提了资产减值准备。

2、三季度单季毛利率26.3%，比上半年大幅提升7个百分点左右

- 公司三季度盈利能力明显提升：实现扣非净利润1.19亿（同比增长7倍），毛利率环比上升：公司三季度单季毛利率26.3%，相比1-6月毛利率19.5%大幅提升，说明公司各类产品毛利率开始提升。
- 应收账款质量大幅改善：公司第二季度进行86.4亿资产减值损失后，第三季度资产减值损失为0.17亿，环比大幅下降，说明应收账款质量大幅改善。
- 销售及管理费用得到有效控制：公司三季度单季销售及管理费用合计占主营业务收入的16.2%，相比中报18.2%出现下降，说明公司控制成本举措行之有效。
- 核心业务收入增长：公司业绩预告中披露，2017年1-9月工程机械营业收入较去年同期增长约75%，我们预计在各类产品中，尤其以混凝土搅拌车、汽车起重机及桩工产品的增速较为突出（增幅超过100%），引领中联重科工程机械板块复苏。

三、“出售环境公司控股权”及“计提资产减值”项目深远影响

- 重要项目双管齐下，未来的竞争将轻装上阵
公司业绩报告显示，公司报告期内处置环境产业增加税前利润107.38亿，计提减值准备影响税前利润87.33亿，其中应收账款计提坏账准备58.77亿元，其他应收款计提坏账准备0.52亿元，长期应收款计提坏账准备8.63亿元，存货跌价准备计提17.87亿元，固定资产减值准备计提1.44亿元，商誉减值准备0.28亿元。我们认为，公司此次双管齐下，即通过环境项目实现了大量的利润，又进行了较为庞大、充分的资产减值，两个项目的实施最终对公司当前业绩影响较小，但一次性解决了公司较大的负担，公司在未来竞争中有望轻装上阵。
- 公司未来利润增长将得到保障
(1)根据公司2016及2017年对应收账款均进行了大规模的资产减值，

此轮大规模计提资产减值后，资产减值损失科目对净利润的影响预计将逐步减少。

(2) 自工程机械行业调整以来，上市公司对二手机的处理均对公司毛利率有一定程度影响，此次公司对存货进行计提资产减值后，预计公司后续产品销售毛利率将出现明显回升。

(3) 公司仍持有环境公司 20% 的股权，自 2017 年下半年开始，公司将持续以投资收益的形式获得 20% 环境公司的利润。

- **新的发展动力正在凝聚：**中联重科已完成环境产业公司股权出售项目，公司获得约 116 亿现金；通过大幅资产减值，当前公司应收及存货的负担也得到一定程度的减轻。我们认为中联重科将重新拥有较为明显的竞争优势，迅速产生新的发展动力。

四、公司以 116 亿出售环境产业公司 80% 股权

- **盈峰控股成为环境产业公司控制人：**盈峰投资控股集团有限公司、广州粤民投盈联投资合伙企业(有限合伙)、上海绿联君和产业并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)、弘创(深圳)投资中心(有限合伙)将联合作为受让方。其中，盈峰控股收购环境产业公司 51% 的控股权，其他三方收购 29% 的股权。2017 年 6 月 27 日召开的年度股东大会审议通过了相关议案。
- **环境产业公司运营情况：**2016 年环境产业收入 56 亿元，同比增长 24%；净利润 7.55 亿元，同比增长 9.22%，净利润率为 13.47%。截至 2016 年末，环境板块总资产 92.48 亿元，总负债 61.61 亿元，资产负债率 66.62%。
- **出售资产估值较为合理：**本次出售环境产业公司 80% 股权，交易对价为 116 亿元，对应环境产业公司整体估值水平为 145 亿元，较环境产业公司截至 2016 年 12 月 31 日经审计的模拟净资产 30.9 亿元增值幅度为 369.3%，对应环境产业公司 2016 年模拟净利润的 19.2 倍。
- **中联重科仍持有 20% 环境产业公司股权：**本次交易完成后，中联重科将继续持有环境产业公司 20% 股权，环境产业公司不再纳入合并报表范围，剩余股权预计将通过权益法核算。

五、中联重科：聚焦高端装备，工程机械、农业机械为未来亮点

- **收购意大利 CIFA 奠定公司在混凝土的领先地位：**2008 年，中联重科收购意大利 CIFA 以后，快速推进了包括碳纤维轻量化技术、仿生六节臂技术、变频减震专利技术等各专利技术在产品中的应用，不断推出世界级高端混凝土机械产品；中联重科混凝土相关产品在中国市场的占有率从 30% 迅速提高到 40% 以上，一举奠定了中联重科在该领域的领先地位。2014~2016 年，公司混凝土机械板块平均营业收入达 69.5 亿。混凝土板块的毛利率约在 19%~22.4% 之间。
- **工程起重机 + 塔机双板块打造最大的起重机械制造商：**中联拥有中国最全的起重机产品链，包括汽车起重机、全路面起重机、履带式起重机和塔式起重机等；2003 年，中联重科通过并购湖南浦沅迅速介入工程起重机械行业，2004 年其收入规模由 2003 年的 11.73 亿元迅速提升到

33.80 亿元，同比增长了 188.11%；2011 年，中联重科买断德国平头塔鼻祖 JOST 全套技术，实现对平头塔技术的掌控，同时获得进入欧美等国际高端市场准入证，为塔机产品进入欧美市场打下了良好的基础。2014 至 2016 年，公司起重机械板块平均营业收入达 51.8 亿，板块毛利率约在 27.1%-31.1%之间，其中工程起重机、大型塔机的毛利率较高，基本维持在 30%以上。

- **农业机械仍处于重点培育阶段，向“高端装备+服务”迈进：**农业机械行业市场空间广阔，竞争较为激烈，市场较为分散；公司 2014 年并购奇瑞重机进入农业机械行业，着力打造农业机械产业链最齐全的公司之一，目前中联重科农业机械包括耕作机械、收获机械、烘干机械、农业机械等，主要为农业生产提供育种、整地、播种、田间管理、收割、烘干储存等生产全过程服务。2016 年，公司农业机械板块营业收入为 34.52 亿，同比增长 4.75%。我们预计农业机械板块业绩将保持稳步增长。

六、盈利预测与估值

- 公司目前 PB 为 0.92 倍，PB 估值明显低于三一重工及徐工机械，对比历史估值公司亦处于历史底部；公司在工程机械行业处于龙头地位，在近几年的复苏中收入刚刚跨过盈亏平衡点，未来公司利润弹性较大。
- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 229.5 亿元、248 亿元、274.9 亿元，同比分别增长 14.62%、8.06%、10.85%；归属于母公司净利润分别为 14.96 亿元、17.32 亿元、27.36 亿元，同比分别增长 260.21%、15.81%、57.92%；对应 EPS 分别为 0.20 元、0.23 元、0.36 元，维持“增持”评级。

七、风险提示

- 受宏观经济形势及行业因素影响，工程机械板块经营存在不确定性风险；
- 石油、钢材等大宗商品价格可能持续变动，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 5：中联重科三张表

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	25,851,195	20,753,347	20,022,517	22,950,000	24,800,000	27,490,300
增长率	-32.93%	-19.7%	-3.5%	14.6%	8.1%	10.8%
营业成本	-18,641,595	-15,145,956	-15,244,687	-18,084,600	-17,982,900	-19,654,729
% 销售收入	72.1%	73.0%	76.1%	78.8%	72.5%	71.5%
毛利	7,209,600	5,607,391	4,777,830	4,865,400	6,817,100	7,835,572
% 销售收入	27.9%	27.0%	23.9%	21.2%	27.5%	28.5%
营业税金及附加	-228,129	-102,759	-225,403	-183,600	-223,200	-274,903
% 销售收入	0.9%	0.5%	1.1%	0.8%	0.9%	1.0%
营业费用	-3,035,567	-2,501,552	-2,445,961	-2,524,500	-2,604,000	-2,749,030
% 销售收入	11.7%	12.1%	12.2%	11.0%	10.5%	10.0%
管理费用	-1,929,817	-1,700,891	-1,733,987	-1,721,250	-1,488,000	-1,511,967
% 销售收入	7.5%	8.2%	8.7%	7.5%	6.0%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	2,016,087	1,302,190	372,478	436,050	2,501,900	3,299,672
% 销售收入	7.8%	6.3%	1.9%	1.9%	10.1%	12.0%
财务费用	-745,449	-1,263,300	-1,035,458	-1,194,000	-1,178,000	-1,237,000
% 销售收入	2.9%	6.1%	5.2%	5.2%	4.8%	4.5%
资产减值损失	-606,782	-710,850	-1,271,774	-9,000,000	-500,000	-300,000
公允价值变动收益	-11,774	-16,553	155,787	42,487	72,474	118,094
投资收益	10,840	83,377	-24,485	11,000,000	267,000	300,000
% 税前利润	1.3%	250.5%	—	616.4%	14.3%	10.4%
营业利润	662,922	-605,137	-1,803,451	1,284,537	1,163,374	2,180,766
营业利润率	2.6%	-2.9%	-9.0%	5.6%	4.7%	7.9%
营业外收支	200,217	638,423	788,226	500,000	700,000	700,000
税前利润	863,139	33,286	-1,015,225	1,784,537	1,863,374	2,880,766
利润率	3.3%	0.2%	-5.1%	7.8%	7.5%	10.5%
所得税	-235,264	57,871	110,417	-267,680	-105,094	-105,148
所得税率	27.3%	-173.9%	10.9%	15.0%	5.6%	3.7%
净利润	627,875	91,157	-904,808	1,516,856	1,758,280	2,775,618
少数股东损益	33,807	7,690	28,889	21,000	26,000	40,000
归属于母公司的净利润	594,068	83,467	-933,697	1,495,856	1,732,280	2,735,618
净利润率	2.3%	0.4%	-4.7%	6.5%	7.0%	10.0%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	627,875	91,157	-904,808	1,516,856	1,758,280	2,775,618
少数股东损益	0	0	0	21,000	26,000	40,000
非现金支出	1,253,385	1,545,240	2,262,154	9,790,706	1,154,047	993,302
非经营收益	1,421,857	1,735,476	382,799	-10,930,682	-534,496	-613,115
营运资金变动	-10,993,249	-6,706,368	428,416	1,535,658	-449,418	1,094,575
经营活动现金净流	-7,690,133	-3,334,495	2,168,560	1,933,538	1,954,413	4,290,380
资本开支	945,475	645,214	162,795	-3,729,492	-105,041	-46,718
投资	-2,335,695	347,778	-999,641	0	0	0
其他	669,768	2,690,062	391,428	11,042,487	339,474	418,094
投资活动现金净流	-2,611,402	2,392,625	-771,009	14,771,979	444,516	464,812
股权募资	2,000	0	90,100	0	0	0
债权募资	10,579,662	838,884	-3,717,110	0	0	0
其他	-2,454,129	-2,893,680	-2,682,630	-611,804	-1,654,598	-504,978
筹资活动现金净流	8,127,533	-2,054,796	-6,309,639	-611,804	-1,654,598	-504,978
现金净流量	-2,174,002	-2,996,666	-4,912,088	16,093,713	744,330	4,250,213

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	16,894,350	13,535,350	8,193,686	10,391,288	15,280,047	18,788,972
应收款项	33,182,338	32,340,701	33,496,286	35,176,691	36,653,381	36,863,739
存货	10,376,228	14,082,903	12,770,072	10,900,307	10,346,326	10,769,714
其他流动资产	13,629,048	14,625,898	14,459,726	17,695,760	17,315,762	17,223,596
流动资产	74,081,964	74,584,852	68,919,770	74,164,046	79,595,516	83,646,022
% 总资产	79.0%	79.6%	77.3%	82.1%	83.1%	83.9%
长期投资	5,178,077	2,983,099	3,998,837	3,998,837	3,998,837	3,998,837
固定资产	6,780,756	8,520,204	8,069,020	3,849,294	3,641,724	3,417,902
% 总资产	7.2%	9.1%	9.1%	4.3%	3.8%	3.4%
无形资产	5,011,339	6,779,478	7,015,453	7,214,980	7,363,462	7,547,263
非流动资产	19,675,992	19,138,168	20,221,253	16,201,055	16,141,967	16,101,946
% 总资产	21.0%	20.4%	22.7%	17.9%	16.9%	16.1%
资产总计	93,757,956	93,723,020	89,141,023	90,365,101	95,737,482	99,747,968
短期借款	5,745,537	13,281,686	8,139,906	3,228,363	3,228,363	3,228,363
应付款项	18,443,304	16,077,207	16,114,948	15,451,512	15,403,211	16,812,925
其他流动负债	1,073,602	823,765	2,644,357	3,859,787	2,851,760	3,078,203
流动负债	25,262,444	30,182,657	26,899,210	22,539,662	21,483,335	23,119,491
长期贷款	9,787,306	6,453,055	10,099,564	10,099,564	10,099,564	10,099,564
其他长期负债	17,460,298	16,478,203	14,347,288	19,563,678	24,234,106	23,832,818
负债	52,510,047	53,113,915	51,346,063	52,202,904	55,817,005	57,051,873
普通股股东权益	40,830,793	39,936,600	36,813,563	37,159,799	38,892,079	41,627,697
少数股东权益	417,115	672,504	981,398	1,002,398	1,028,398	1,068,398
负债股东权益合计	93,757,956	93,723,020	89,141,023	90,365,101	95,737,482	99,747,968

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.077	0.011	-0.122	0.195	0.226	0.357
每股净资产 (元)	5.299	5.211	4.803	4.849	5.075	5.431
每股经营现金净流 (元)	-0.998	-0.435	0.283	0.250	0.252	0.555
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.45%	0.21%	-2.54%	4.03%	4.45%	6.57%
总资产收益率	0.63%	0.09%	-1.05%	1.76%	2.02%	3.03%
投入资本收益率	2.84%	5.95%	0.58%	0.70%	4.42%	5.79%
增长率						
营业总收入增长率	-32.93%	-19.72%	-3.52%	14.62%	8.06%	10.85%
EBIT增长率	-62.57%	-35.41%	-71.40%	17.07%	473.76%	31.89%
净利润增长率	-84.53%	-85.95%	-1218.64%	260.21%	15.81%	57.92%
总资产增长率	4.86%	-0.04%	-4.89%	-1.08%	2.06%	1.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	411.2	529.2	545.6	520.0	500.0	450.0
存货周转天数	187.2	294.7	321.5	220.0	210.0	200.0
应付账款周转天数	156.7	165.6	155.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	80.8	121.9	139.0	86.3	49.5	43.5
偿债能力						
净负债/股东权益	35.84%	53.32%	60.60%	47.11%	41.69%	35.98%
EBIT利息保障倍数	2.7	1.0	0.4	0.4	2.1	2.7
资产负债率	56.01%	56.67%	57.60%	55.18%	53.50%	52.70%

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）。		