

2014-4-29

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** 维持

## 武钢股份 (600005)

# 业绩低位改善源于降本增效与汇兑收益, 经营继续维持一贯平稳

分析师: 王鹤涛

 (8621)68751760

 wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

联系人: 陈文敏

 (8621)68751760

 chenwm@cjsc.com.cn

### 报告要点

#### ■ 事件描述

武钢股份发布 2013 年年报, 报告期内公司实现营业收入 895.81 亿元, 同比下降 2.18%; 营业成本 840.92 亿元, 同比下降 2.86%; 实现归属于母公司净利润 4.27 亿元, 同比增长 103.44%; 2013 年实现 EPS 为 0.04 元。

2013 年 4 季度公司实现营业收入 229.22 亿元, 同比下降 5.90%; 实现营业成本 219.67 亿元, 同比下降 5.86%; 实现归属于母公司所有者净利润-2.24 亿元, 去年同期亏损 1.18 亿元; 4 季度实现 EPS-0.02 元, 3 季度为 0.02 元。

公司 2014 年 1 季度实现营业收入 198.54 亿元, 同比下降 15.11%, 净利润 1.87 亿元, 同比下降 21.54%, 对应 EPS0.02 元。

#### ■ 事件评论

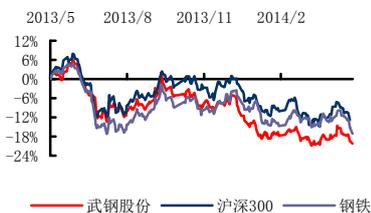
**受益热轧相对强势与降本增效, 全年业绩同比改善:** 在钢铁行业整体低迷的 2013 年, 公司热轧产品出厂价相对强势, 全年同比上涨 0.75%, 一定程度上缓解了需求低迷背景下, 冷轧产品价格下跌 2.26% 及公司销量同比下滑 0.56% 对公司收入带来的负面影响, 使得全年收入同比仅下降 2.18%。同时, 出厂价强势的同时, 公司努力通过降本增效等措施的推下, 使得全年综合毛利率同比提升 0.65 个百分点, 成为全年业绩同比明显改善的主要原因。另外, 利息支出减少及汇兑收益增加导致财务费用同比减少 3.79 亿元, 抵消了政府补助减少 1.55 亿元及资产减值损失增加 1.10 亿元给盈利造成的负面冲击。

**毛利率季节性下滑, 4 季度业绩环比亏损:** 4 季度公司产量环比增长 2.04% 带动 4 季度收入环比小幅增长; 不过综合毛利率环比下降 2.68 个百分点, 从历史数据来, 历年 4 季度毛利率环比均有所下滑。另外, 4 季度管理费用因季节性因素环比增长 2.71 亿元, 资产减值损失因存货跌价准备计提增加 1.06 亿元, 营业外收入因政府补助增多而增加 2.66 亿元, 也加重了 4 季度业绩下滑幅度。

**热轧表现强势, 1 季度业绩环比恢复:** 在产量下降及价格跌幅较大的情况下, 1 季度公司收入环比降幅达 13.39%; 不过受益热轧出厂价相对强势, 1 季度公司综合毛利率环比上升 2.98 个百分点最终带动业绩小幅恢复。

预计 2014、2015 年公司 EPS 分别为 0.05 元和 0.07 元, 维持“**谨慎推荐**”评级。

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

### 相关研究

《需求季节性回落, 5 月出厂价部分下调》  
2014/4/17

《4 月出厂价平盘开出》2014/3/13

《3 月出厂价谨慎平盘开出》2014/2/16

## 2013 年报主要信息

2013 年公司完成铁产量 1966.74 万吨、钢产量 2024.34 万吨、材产量 1898.83 万吨。实现营业收入 895.81 亿元，利润总额 6.09 亿元。

表 1：2013 年公司冷轧销量环比增长，热轧环比下降，库存量环比均增长

产品销量	2013 年	2012 年	同比变动	同比变动率
热轧产品	1368.5	1382.16	-13.66	-0.99%
冷轧产品	688.3	686.16	2.14	0.31%
合计	2056.8	2068.32	-11.52	-0.56%
产品库存量	2013 年末	2012 年末	同比变动	同比变动率
热轧产品	45.49	41.41	4.08	10.00%
冷轧产品	23.53	18.41	5.12	28.00%
产成品合计	69.02	59.82	9.2	15.00%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

## 热轧强势叠加降本增效，全年业绩同比改善

武钢股份发布 2013 年年报，报告期内公司实现营业收入 895.81 亿元，同比下降 2.18%；营业成本 840.92 亿元，同比下降 2.86%；实现归属于母公司净利润 4.27 亿元，同比增长 103.44%；2013 年实现 EPS 为 0.04 元。

在钢铁行业整体低迷的 2013 年，公司热轧产品出厂价相对强势，全年同比上涨 1.85%，一定程度上缓解了需求低迷之下，冷轧产品价格下跌 3.77% 及公司销量同比下滑 0.56% 对公司收入带来的负面影响，使得全年收入同比仅下降 2.18%。同时，在收入占比更大的热轧产品价格相对强势及公司降本增效措施的推进下，公司全年综合毛利率同比提升 0.65 个百分点，成为全年业绩同比明显改善的主要原因。另外，利息支出减少及汇兑收益增加导致财务费用同比减少 3.79 亿元，抵消了营业外收入因政府补助而减少 1.55 亿元及资产减值损失因存货跌价准备计提等而增加 1.10 亿元给盈利造成的负面冲击。

表 2：2013 年收入同比小幅下降，但毛利率同比上升致使业绩增长

武钢股份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	541.60	733.39	537.14	755.97	1010.58	915.79	895.81
--同比	26.08%	35.41%	-26.76%	40.74%	33.68%	-9.38%	-2.18%
钢材产量	1056	1285	1254	1508	1665	1926	1899
--同比	0.00%	21.61%	-2.39%	20.27%	10.40%	15.69%	-1.42%
毛利率	22.59%	14.62%	8.11%	8.14%	6.17%	5.48%	6.13%
三项费用	24.35	28.70	30.43	35.24	45.46	51.80	49.87
三项费用率	4.50%	3.91%	5.67%	4.66%	4.50%	5.66%	5.57%
资产减值损失	0.02	16.32	0.68	4.28	1.68	0.35	1.45
投资净收益	0.14	4.77	8.16	1.69	0.82	0.92	1.18
营业利润	94.56	63.10	19.02	21.87	13.65	-3.77	2.71
营业外收入	0.33	0.85	0.68	0.31	0.72	5.03	3.48
利润总额	94.07	63.50	19.57	22.07	14.23	1.12	6.09

所得税	28.87	11.60	4.37	4.99	4.74	0.71	1.68
归属母公司净利润	65.19	51.89	15.15	17.04	10.84	2.10	4.27
--同比	67.35%	-20.41%	-70.79%	12.46%	-36.42%	-80.62%	103.44%
净利率	12.04%	7.07%	2.82%	2.25%	1.07%	0.23%	0.48%
存货	84.42	93.42	72.26	116.71	165.75	125.72	119.90
最新股本	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94
每股收益	0.65	0.51	0.15	0.17	0.11	0.02	0.04

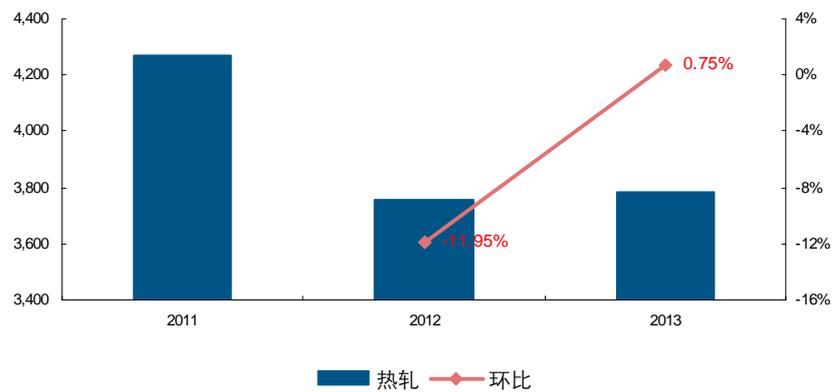
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 3: 2013 年公司主营业务分行业、分产品情况

主营业务分行业	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率同比
钢铁行业	819.17	775.13	5.38%	-6.22%	-6.85%	0.64%
主营业务分产品	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同比	营业成本同比	毛利率同比
热轧产品	471.92	461.56	2.19%	-8.51%	-9.34%	0.89%
冷轧产品	347.25	313.56	9.70%	-2.91%	-2.92%	0.01%

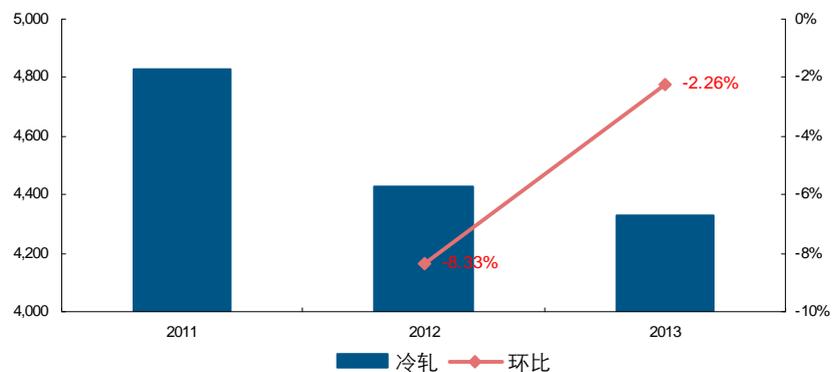
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 1: 2013 年公司热轧出厂价环比上涨 0.75%



资料来源: Mysteel, 公司资料, 长江证券研究部

图 2: 2013 年公司冷轧出厂价环比下跌 2.26%



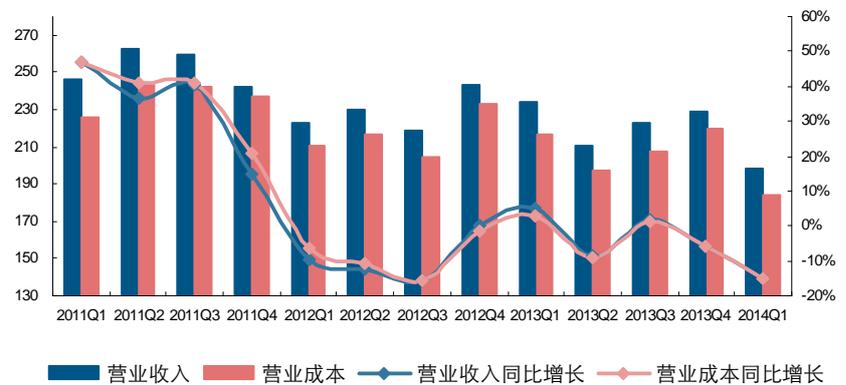
资料来源: Mysteel, 公司资料, 长江证券研究部

## 4 季度收入同比下降, 环比增长; 1 季度收入同比、环比均下降

4 季度公司实现营业收入 229.22 亿元, 同比下降 5.90%; 实现营业成本 219.67 亿元, 同比下降 5.86%; 实现归属于母公司所有者净利润-2.24 亿元, 去年同期亏损 1.18 亿元; 4 季度实现 EPS-0.022 元, 3 季度为 0.019 元。

公司 2014 年 1 季度实现营业收入 198.54 亿元, 同比下降 15.11%, 净利润 1.87 亿元, 同比下降 21.54%, 对应 EPS0.019 元。

图 3: 4 季度和 1 季度公司营业收入与营业成本同比均有所下降

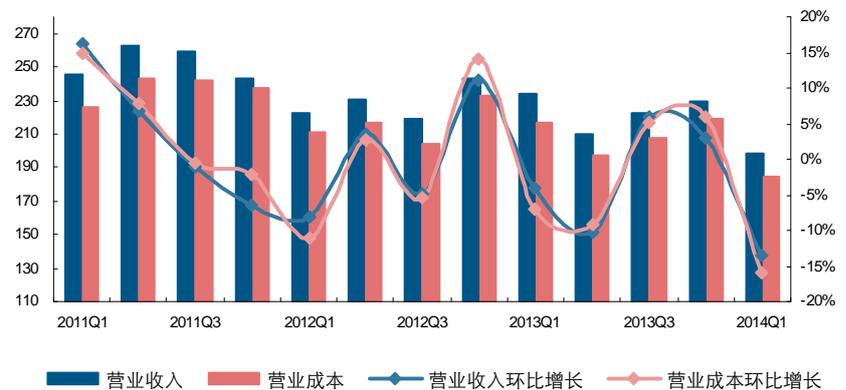


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

环比来看, 4 季度营业收入环比增长 2.97%, 3 季度营业收入环比增长 5.95%; 营业成本环比增长 5.93%, 3 季度营业成本环比增长 5.25%。

1 季度营业收入环比下降 13.39%, 营业成本环比下降 16.08%。

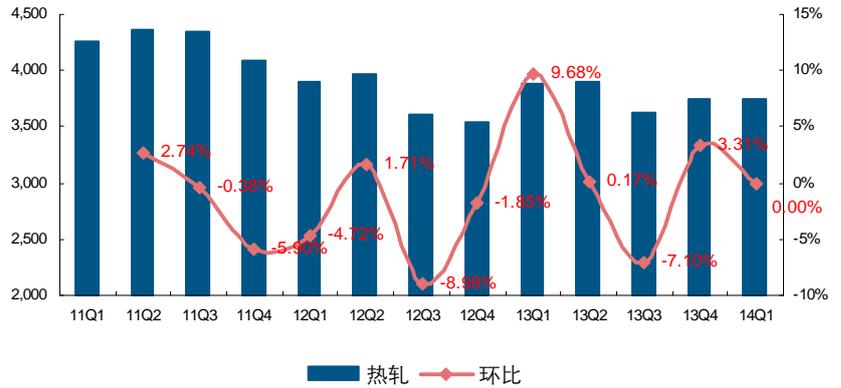
图 4: 4 季度营业收入与营业成本环比均有所增长, 1 季度环比降幅较大



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

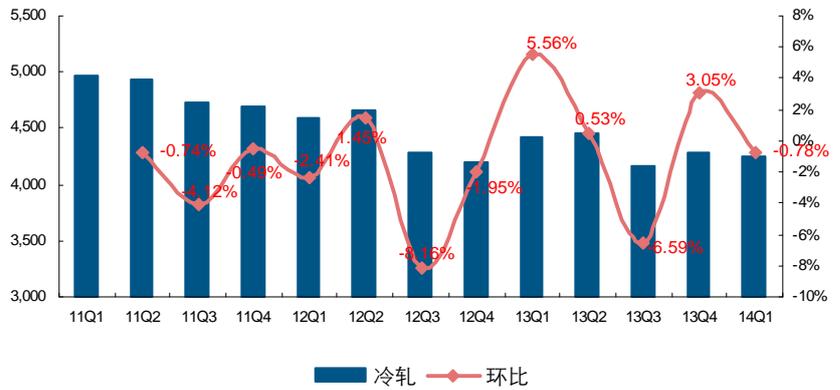
4 季度公司产量环比增长 2.04%, 带动收入环比增长 2.97%; 1 季度在产量下降及价格跌幅较大的情况下, 公司收入环比降幅达 13.39%。

图 5: 2013 年 4 季度公司热轧出厂价环比上涨 3.31%, 2014 年 1 季度环比持平



资料来源: Mysteel, 公司资料, 长江证券研究部

图 6: 2013 年 4 季度公司冷轧出厂价环比上涨 3.05%, 1 季度环比下跌 0.78%



资料来源: Mysteel, 公司资料, 长江证券研究部

图 7: 以集团口径估算, 公司 4 季度粗钢产量环比增长 2.04%, 1 季度环比下降 5.56%

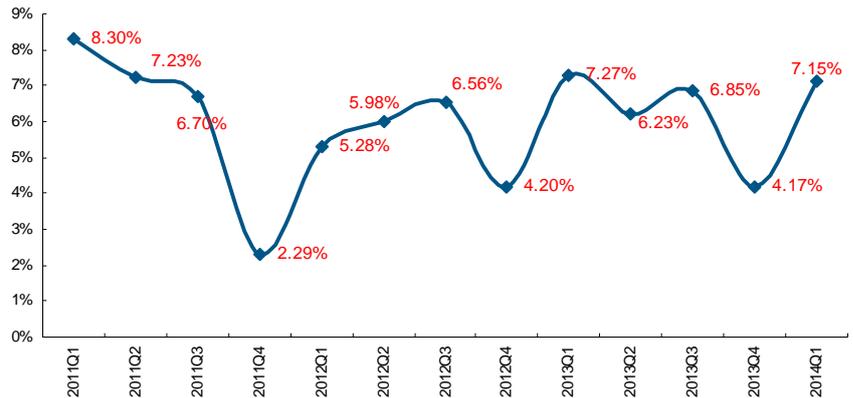


资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

## 毛利率季节性下滑，4 季度业绩环比亏损；热轧强势叠加成本降幅较大，1 季度业绩环比恢复

4 季度，公司营业成本环比增幅高于营业收入，导致公司毛利率环比由 3 季度的 6.85% 降至 4.17%，1 季度营业收入环比降幅低于营业成本，导致公司毛利率升至 7.15%。

图 8：公司 2013 年 4 季度毛利率下降 2.68 个百分点，2014 年 1 季度毛利率增长 2.98 个百分点



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从简化利润表来看，4 季度公司产量环比增长 2.04%，带动收入环比增长 2.97%；同时，公司综合毛利率环比下降 2.68 个百分点，从历史数据来，或因季节性成本结算等原因导致。另外，4 季度管理费用因季节性因素而环比增长 2.71 亿元，资产减值损失因存货跌价准备计提而增加 1.06 亿元，营业外收入因政府补助增多而增加 2.66 亿元，也加重了 4 季度业绩下滑幅度。

在产量下降及价格跌幅较大的情况下，1 季度公司收入环比降幅达 13.39%；不过受益热轧出厂价相对强势，1 季度公司综合毛利率环比上升 2.98 个百分点最终带动业绩小幅恢复。

表 4：去年 4 季度毛利率下降使业绩环比下降并亏损，今年 1 季度毛利率回升使得盈利环比上升

武钢股份利润简表	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1
营业收入	245.95	262.26	259.68	242.68	222.70	230.38	219.13	243.58	233.87	210.11	222.61	229.22	198.54
--同比	47.06%	36.43%	40.47%	14.68%	-9.45%	-12.16%	-15.62%	0.37%	5.01%	-8.80%	1.59%	-5.90%	-15.11%
--环比	16.23%	6.63%	-0.98%	-6.54%	-8.23%	3.45%	-4.88%	11.16%	-3.99%	-10.16%	5.95%	2.97%	-13.39%
产量估算	406.75	422.15	424.61	411.35	486.77	482.75	473.73	482.85	456.76	458.12	487.01	496.94	469.29
--同比	15.14%	12.10%	12.86%	2.33%	19.67%	14.35%	11.57%	17.38%	-6.16%	-5.10%	2.80%	2.92%	2.74%
--环比	1.19%	3.79%	0.58%	-3.12%	18.33%	-0.83%	-1.87%	1.93%	-5.40%	0.30%	6.31%	2.04%	-5.56%
毛利率	8.30%	7.23%	6.70%	2.29%	5.28%	5.98%	6.56%	4.20%	7.27%	6.23%	6.85%	4.17%	7.15%
销售费用	2.16	1.78	1.92	2.74	1.86	1.95	2.18	2.47	2.19	1.87	2.09	2.15	1.81
管理费用	6.60	5.95	7.34	6.42	5.29	5.08	5.91	10.16	7.27	4.34	7.07	9.78	5.74
财务费用	2.58	2.50	2.64	2.83	4.22	4.80	4.27	3.60	3.78	3.34	3.41	2.58	3.59
三项费用率	4.61%	3.90%	4.58%	4.94%	5.10%	5.13%	5.64%	6.67%	5.66%	4.54%	5.65%	6.33%	5.61%
资产减值损失	0.54	0.47	0.20	0.47	0.11	-0.20	-0.20	0.64	0.13	0.04	0.11	1.17	0.12

投资收益	0.41	0.45	0.82	-0.87	0.66	-0.08	0.30	0.20	0.73	-0.10	0.18	0.37	0.47
营业利润	8.10	7.90	5.22	-7.57	0.38	1.47	2.07	-7.69	3.56	2.89	2.46	-6.20	2.69
营业外收入	0.06	0.08	0.06	0.53	0.04	0.13	0.12	4.74	0.33	0.13	0.18	2.84	0.24
利润总额	8.14	7.98	5.27	-7.16	0.42	1.58	2.19	-3.07	3.89	3.02	2.61	-3.43	2.93
所得税费用	2.29	1.54	1.13	-0.22	-0.03	0.64	0.24	-0.15	1.42	0.85	0.67	-1.26	1.00
少数股东损益	-0.17	0.21	0.01	-1.39	0.02	0.02	0.01	-1.74	0.09	-0.06	0.04	0.06	0.06
归属于母公司净利润	6.03	6.23	4.13	-5.56	0.43	0.92	1.93	-1.18	2.38	2.23	1.90	-2.24	1.87
净利率	2.45%	2.38%	1.59%	-2.29%	0.19%	0.40%	0.88%	-0.48%	1.02%	1.06%	0.85%	-0.98%	0.94%
存货	113.00	154.22	145.02	165.75	182.41	174.96	185.40	125.72	118.91	122.96	127.40	119.90	122.18
最新股本	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94	100.94
每股收益	0.06	0.06	0.04	-0.06	0.00	0.01	0.02	-0.01	0.02	0.022	0.019	-0.022	0.019

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

## 4 季度三项费用率上升, 现金流恶化, 1 季度费用率降幅明显, 现金流略有好转。

从全年来看, 2013 年公司销售费用和财务费用下降, 管理费用则上升。其中财务费用下降主要源于利息支出减少及汇兑收益增加。

表 5: 2013 年公司管理费用上升, 销售费用和财务费用则下降

项目	2013	2012	同比
销售费用	8.31	8.46	-1.79%
管理费用	28.46	26.44	7.63%
财务费用	13.10	16.89	-22.44%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

季度方面, 4 季度公司管理费用率有所上升, 而财务费用率有所下降; 1 季度销售费用率环比有所上升, 而管理费用率和财务费用率环比有所下降。

表 6: 4 季度公司管理费用率环比有所上升, 1 季度销售费用率环比有所上升

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率		三项费用率	
	武钢股份	行业均值	武钢股份	行业均值	武钢股份	行业均值	武钢股份	行业均值
2011Q1	0.76%	1.04%	2.10%	2.53%	0.80%	1.25%	3.66%	4.82%
2011Q2	0.68%	1.04%	2.27%	2.55%	0.95%	1.16%	3.90%	4.75%
2011Q3	0.74%	1.05%	2.83%	2.66%	1.02%	1.15%	4.58%	4.86%
2011Q4	1.13%	1.11%	2.64%	3.04%	1.17%	1.23%	4.94%	5.38%
2012Q1	0.83%	1.14%	2.37%	2.77%	1.90%	1.68%	5.10%	5.59%
2012Q2	0.85%	1.13%	2.20%	2.79%	2.08%	1.74%	5.13%	5.66%
2012Q3	1.00%	1.22%	2.70%	2.86%	1.95%	1.89%	5.64%	5.97%
2012Q4	1.02%	1.29%	4.17%	3.79%	1.48%	1.49%	6.67%	6.57%
2013Q1	0.94%	1.17%	3.11%	2.87%	1.62%	1.63%	5.66%	5.67%
2013Q2	0.89%	1.16%	2.06%	2.80%	1.59%	1.23%	4.54%	5.19%
2013Q3	0.94%	1.26%	3.18%	2.80%	1.53%	1.43%	5.65%	5.49%
2013Q4	0.94%		4.27%		1.13%		6.33%	

2014Q1 2.89% 1.81% 0.06% 4.76%

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

存货方面, 4 季度末公司存货为 119.90 亿元, 1 季度末存货 122.18 亿元。

图 9: 4 季度公司存货环比有所下降, 1 季度公司存货环比小幅上升



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

分品种存货来看, 相对年初, 2013 年年末公司库存商品有所上升, 原材料和在产品有所下降。

表 7: 公司库存商品较去年有所上升, 原材料和在产品较去年有所下降

项目	期末数			期初数		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	58.84	1.36	57.49	67.51	0.90	66.61
在产品	29.53	0.48	29.05	32.82	0.24	32.58
库存商品	33.82	0.46	33.36	27.23	0.71	26.53
合计	122.20	2.30	119.90	127.56	1.84	125.72

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

此外, 2013 年报告期内公司计提存货跌价准备 1.40 亿元。

表 8: 存货跌价准备统计

项目	期初账面余额	本期计提额	本期减少		年末账面余额
			转回	转销	
原材料	0.90	0.46			1.36
在产品	0.24	0.48		0.24	0.48
库存商品	0.71	0.46		0.70	0.46
合计	1.84	1.40		0.94	2.30

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

4 季度公司经营活动产生的现金流量净额为 20.69 亿元, 环比 3 季度的 4.61 亿元增幅明显, 主要源于季节性年末回款增强。而 1 季度现金流量净额为 3.81 亿元, 环比降幅较大, 除季节性因素之外, 1 季度行业低迷致使公司回款能力下降或也是原因之一。

图 10: 4 季度公司经营活动产生现金流量净额环比增幅明显, 1 季度降幅较大



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

## 产能维持稳定, 追求结构提升与产业链延伸

公司现有产能约 2000 万吨, 其中公司本部 1600 万吨, 鄂钢公司 400 万吨, 产品结构以板材为主。

- 热轧商品材, 产能约 700 万吨: 预计目前毛利率约 10-15%, 热轧在此轮反弹中弹性最大: ①前期下跌幅度过大, 随着行业企稳本身就具备较强自我修复的能力; ②热轧商品材下游需求广泛且体量较大、易于流通, 面临行业复苏之时热轧品种更容易被用作囤货备货的首选;
- 冷轧商品材, 产能约 500 万吨: ①公司 500 万吨冷轧品种中, 汽车板约占 230 万吨, 家电板约 100 万吨, 其余多为涂镀板; ②受益于下游汽车家电的恢复, 目前冷轧订单情况较好; ③公司努力进行产品结构的优化升级, 立足现有品种的同时, 努力进行高端产品的开发, 如高端汽车板领域的拓展等;
- 取向硅钢为目前盈利主要来源: ①公司取向硅钢原产能约 42 万吨, 经技改后, 最新产能扩大为约 56 万吨, 预计 2013 年可贡献 50 万吨; ②国内供需格局较为严峻, 供给超过 100 万吨, 需求仅为约 80-90 万吨;
- 无取向硅钢产能约 130 万吨: ①公司无取向硅钢产能超过 130 万吨, 为国内最大规模无取向硅钢产能最大的公司; ②受制于国内产能快速扩张, 目前无取向硅钢盈利下滑幅度较大, 但近期经过持续上调出厂价后, 盈利已经有了一定幅度的恢复; ③公司高端品种盈利相对较好、下游需求相对较专, 彰显了公司在无取向硅钢领域的技术实力, 低端品种单价较低, 但其盈利弹性较大, 主要源于下游需求广泛、应用范围广;
- 型材依然维持稳定, 价格锁定, 盈利与成本变动相反: ①公司重轨产能约 100 万吨, 产能的释放主要根据铁道部订单而定; ②产品价格事先锁定, 盈利与成本变动相反; ③近期原料价格上涨侵蚀了部分盈利, 基本处于盈亏平衡附近;
- 中厚板产能约 100 万吨, 盈利较差: ①受制于造船需求的低迷, 中厚板是目前盈利最差的品种; ②需求表现低迷且盈利较差, 使得公司产能释放也不充分;
- 鄂钢公司产能约 400 万吨: ①中厚板约 120 万吨, 螺纹钢约 120 万吨, 冷轧 50-60 万吨, 热轧窄带 50-60 万吨; ②产品层级较低, 目前盈利明显弱于本部;

综合来看，公司目前钢铁总产能约 2000 万吨，基本维持稳定。不再追求产能的单纯扩张，而专注产品结构升级与品种优化是后期公司对钢铁业务的主要思路。除此之外，公司还积极进行产业链的战略延伸，一方面通过与平煤集团合作来保障焦煤资源的供应，另一方面拟通过增发收购集团公司资源的方式来收购部分铁矿石资源。

非公开增发募集资金用于收购武钢集团矿业资源板块相关资产，具体包括武钢矿业 100% 股权、武钢国际资源 100% 股权、武钢巴西 90% 股权及武钢（澳洲）有限 100% 股权。募集资金不足部分由公司自筹解决。

本次收购资产中武钢矿业与武钢国际资源为主要矿产来源，合计资源量达 478.76 亿吨，权益资源量 190.06 亿吨；其中武钢矿业投资相关项目铁矿石资源量 27.29 亿吨，权益资源量 11.44 亿吨；武钢国际资源投资相关项目铁矿石资源量 451.76 亿吨（权益资源量 178.62 亿吨，后期可达 248.90 亿吨），其中 LOM 等项目符合加拿大 NI43-101 标准的资源量为 430.31 亿吨。

表 9：本次收购武钢矿业及武钢国际资源相关矿产合计权益量达 190.06 亿吨

矿业公司	子公司	矿区	资源量	权益比率	权益资源量	平均品位	开发阶段	
武钢矿业	大冶铁矿		0.20	100%	0.20	47.35%		
	程潮铁矿	程潮矿区	1.40	100%	1.40	41.96%	合计形成355万吨精粉产能	
		广山矿区						
	金山店铁矿	张福山矿区	0.73	100%	0.73	39.27%		
		余华寺矿区	0.03	100%	0.03	34.51%		
		Bloom lake铁矿项目		17.85	25%	4.46	-	一期800万吨铁精矿投产，二期800万吨预计2014年投产
	艾尔铁矿项目		Fusion区	4.95	65.15%	3.23	24.10%-30.10%	正在进行可行性研究和资源勘探工作
			Carrow区	1.59	65.15%	1.04	27.20%	
			Green patch区	0.55	65.15%	0.36	24.90%	
		香港中联	利比里亚邦矿项目	21.16	60.00%	12.69	35.16%	100万吨铁精矿先期复产工程预计2013年2季度建成，3季度正式投产。后续900万吨工程预计2015年投产
武钢国际资源		LOM	237.40	67.67%	160.65	29.70%		
		阿提坎玛根项目	17.23	30.62%	5.28	31.25%	1、相关合作、勘探、开发等工作仍在进行中；2、资源量统计为符合加拿大NI43-101标准，资源禀赋较为宽泛	
	武钢卢森堡	阳光湖项目	159.54	后期有权增至40%	0.00	30.18%		
		邓肯湖项目	16.14	预计后期持有40%		24.73%		
合计			478.76		190.06			

资料来源：公司资料，长江证券研究部

## 维持“谨慎推荐”评级

预计 2014、2015 年公司 EPS 分别为 0.05 元和 0.07 元，维持“谨慎推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>89581</b>	<b>85837</b>	<b>83022</b>	<b>81510</b>	货币资金	1959	2575	2491	2445
营业成本	84092	80215	77383	75776	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>5489</b>	<b>5622</b>	<b>5639</b>	<b>5734</b>	应收账款	2875	2778	2687	2638
%营业收入	6.1%	6.5%	6.8%	7.0%	存货	11990	11400	10997	10769
营业税金及附加	205	196	190	186	预付账款	1148	1120	1081	1058
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	831	773	747	734	<b>流动资产合计</b>	<b>23237</b>	<b>22938</b>	<b>22154</b>	<b>21719</b>
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2846	2747	2657	2608	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	5272	5272	5272	5272
财务费用	1310	1216	1069	881	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%	固定资产合计	64704	62379	58829	55150
资产减值损失	145	-36	-34	-18	无形资产	1060	1007	957	909
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	118	0	0	0	递延所得税资产	333	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>271</b>	<b>725</b>	<b>1010</b>	<b>1343</b>	其他非流动资产	71	71	71	71
%营业收入	0.3%	0.8%	1.2%	1.6%	<b>资产总计</b>	<b>94676</b>	<b>91667</b>	<b>87283</b>	<b>83121</b>
营业外收支	338	0	0	0	短期贷款	27555	25090	21049	16728
<b>利润总额</b>	<b>609</b>	<b>725</b>	<b>1010</b>	<b>1343</b>	应付款项	17117	16326	15750	15422
%营业收入	0.7%	0.8%	1.2%	1.6%	预收账款	4062	3863	3736	3668
所得税费用	168	181	253	336	应付职工薪酬	48	112	108	106
净利润	441	544	758	1007	应交税费	-1244	-1258	-1473	-1739
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>427.2</b>	<b>527.2</b>	<b>734.4</b>	<b>976.2</b>	其他流动负债	1991	1921	1854	1815
少数股东损益	14	17	23	31	<b>流动负债合计</b>	<b>49529</b>	<b>46054</b>	<b>41023</b>	<b>36001</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>0.07</b>	<b>0.10</b>	长期借款	728	728	728	728
<b>现金流量表 (百万元)</b>					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	0	0	0	0
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4228</b>	<b>7235</b>	<b>6966</b>	<b>7118</b>	其他非流动负债	7292	7292	7292	7292
取得投资收益	44	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>57548</b>	<b>54074</b>	<b>49042</b>	<b>44020</b>
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	35936	36384	37008	37838
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1193	1209	1233	1264
固定资产投资	-2061	-2858	-1830	-1815	<b>股东权益</b>	<b>37128</b>	<b>37593</b>	<b>38241</b>	<b>39101</b>
其他	-331	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>94676</b>	<b>91667</b>	<b>87283</b>	<b>83121</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2392</b>	<b>-2858</b>	<b>-1830</b>	<b>-1815</b>	<b>基本指标</b>				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	3	0	0	0	EPS	0.042	0.052	0.073	0.097
银行贷款增加(减少)	280	-2465	-4041	-4321	BVPS	3.56	3.60	3.67	3.75
筹资成本	1746	-1295	-1179	-1028	PE	47.72	38.67	27.77	20.89
其他	-3514	0	0	0	PEG	1.50	1.22	0.88	0.66
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1485</b>	<b>-3761</b>	<b>-5220</b>	<b>-5348</b>	PB	0.57	0.56	0.55	0.54
<b>现金净流量</b>	<b>351</b>	<b>617</b>	<b>-84</b>	<b>-45</b>	EV/EBITDA	6.99	6.08	5.28	4.56
					ROE	1.2%	1.4%	2.0%	2.6%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。