

2016年09月20日

中钢国际 (000928.SZ)

# 集团“债转股”或将落地，金属3D打印极具潜力

■ **新签订单大幅增长，业务结构调整与模式升级持续突破。**公司公告今年上半年新签合同金额较去年同期增长 51.26%，其中海外项目新签合同金额约 110 亿元，同比增长 12.50%。公司积极把握国家“一带一路”重大战略机遇，在持续巩固和深度挖掘土耳其、印度、伊朗等海外传统市场的基础上，持续加大对俄罗斯、东南亚、中东等“一带一路”沿线国家新兴、成长性市场的开拓力度，海外业务持续取得突破，上半年海外收入占比已接近 50%。同时大力拓展非钢业务，在电力、节能环保、煤焦化工等领域取得成果，预计非钢订单占比超过 50%，上半年斩获国内阳煤 40.7 亿大单。除业务结构持续改善外，公司还成功实现了 BOT、PPP 等全新模式项目的突破。上半年由于国内业务下滑及海外部分订单生效进度较慢，业绩出现小幅下滑，随着下半年海外订单的逐步落地，业绩有望加速。

■ **金属 3D 打印技术国际领先，切入军工、航空航天、高铁等领域极具潜力。**公司在武汉成立天昱智能制造公司进军金属 3D 打印领域，由董事长亲自挂帅。公司与华中科技大学国家重点实验室数字制造工艺方向学术带头人张海鸥教授合作，技术团队拥有自主知识产权的国家发明专利 16 项，变革传统铸锻业重污染、长流程、高耗能的生产模式，具备国际竞争力的核心关键技术，有望实现我国高端重型装备制造革命性的转型升级，同时依靠公司自身在金属冶炼方面的技术积累，有望率先在军工、高级汽车模具、高铁等领域取得市场突破，空间广阔。子公司中钢天澄作为环保业务平台，在大气工业烟气治理、土壤修复领域都具有丰富技术储备，依托公司丰富工业客户资源后续潜力极大。

■ **中钢集团债务重组方案或将落地，公司融资改善加速项目推进。**据 21 世纪经济报道，8 月 15 日，中钢集团债转股方案基本成型，目前有关方案已经上报国务院等待批复。此前因大股东债务重组问题，公司信用评级及银行授信等方面受到部分影响。若后续集团重组方案正式落地，公司融资限制消除，将加速项目推进。

■ **已获定增批文，大股东及高管认购彰显信心。**公司拟以 14.31 元定增 9.5 亿补充流动资金方案已获批文，其中大股东与高管等骨干员工分别认购 3/1.5 亿元，彰显对公司未来发展信心。当前价格接近定增价。补流后有望加速部分项目推进，缓解当前融资压力。

■ **投资建议：**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.75/0.94/1.13 元(增发摊薄后)，当前股价对应 PE 为 20/16/13 倍，考虑到公司 3D 打印等新业务的巨大潜力，给予目标价 19 元(对应 2017 年 20 倍 PE)，买入-A 评级。

■ **风险提示：**集团债务重组解决进度不达预期，订单进度不达预期等。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	11,061.3	9,751.3	10,531.4	12,111.1	13,564.4
净利润	182.5	470.2	528.7	665.1	801.0
每股收益(元)	0.28	0.73	0.75	0.94	1.13
每股净资产(元)	3.68	4.41	6.05	7.04	8.15

## 公司动态分析

证券研究报告

综合

投资评级 **买入-A**

首次评级

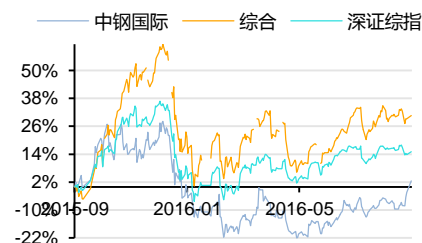
6 个月目标价: **19.00 元**

股价 (2016-09-19) **14.86 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	9,548.47
流通市值(百万元)	6,135.18
总股本(百万股)	642.56
流通股本(百万股)	412.87
12 个月价格区间	11.31/18.57 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.8	16.61	-18.83
绝对收益	7.68	21.9	0.35

夏天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514110001  
xiatian@essence.com.cn  
021-35082732

程龙戈

报告联系人

chenglg@essence.com.cn

### 相关报告

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	52.3	20.3	19.9	15.8	13.2
市净率(倍)	4.0	3.4	2.5	2.1	1.8
净利润率	1.6%	4.8%	5.0%	5.5%	5.9%
净资产收益率	7.7%	16.6%	12.3%	13.3%	13.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	16.1%	30.8%	43.0%	37.8%	50.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 投资聚焦 .....	4
2. 新签订单大幅增长，业务结构及模式持续优化 .....	4
3. 金属 3D 打印与环保等新业务极具潜力 .....	6
3.1. 金属 3D 打印技术国际领先，切入军工、航空航天、高铁等领域潜力巨大 .....	6
3.2. 环保业务依托公司工业客户资源有望加速发展 .....	9
4. 债转股方案或将落地，公司融资改善加速项目推进 .....	10
5. 大股东及高管参与定增彰显未来长远发展信心 .....	10
6. 投资建议 .....	11
7. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 公司 2015-2016 新签订单 .....	5
图 2: 公司在手订单 .....	5
图 3: 公司海外收入与国内收入占比 .....	5
图 4: 公司各业务占比 .....	5
图 5: 天昱智造公司产品与服务 .....	6
图 6: 天昱智造合作客户 .....	6
图 7: 公司技术在世界范围内领先 .....	8
图 8: 高铁应用产品 .....	8
图 9: 发动机应用产品 .....	8
图 10: 航空发动机产品 .....	9
图 11: 高级汽车模具 .....	9
图 12: 中钢天澄业务涉及领域 .....	9
表 1: 公司 2016 年新签合同 .....	5
表 2: 公司拥有 16 项国家专利 .....	7
表 3: 发行前后股权变化情况 .....	10

## 1. 投资聚焦

公司公告今年上半年新签合同金额较去年同期增长 51.26%，其中海外项目新签合同金额约 110 亿元，同比增长 12.50%。上半年海外收入占比已接近 50%，2015 年非钢领域订单占比已超 50%，业务分部结构不断优化。此外公司在 BOT、PPP 等新业务模式上也取得成功突破。上半年由于国内业务下滑及海外部分订单生效进度较慢，业绩出现小幅下滑，随着下半年海外订单的逐步落地，业绩有望加速。

公司在武汉成立天昱智能制造公司进军金属 3D 打印领域，由董事长亲自挂帅，研发团队具备世界领先技术实力，变革传统铸锻业重污染、长流程、高耗能的生产模式，将实现高端重型装备制造革命性的转型升级，有望在军工、航空航天、汽车模具、高铁等领域突破，极具前景。子公司中钢天澄作为环保业务平台，在大气工业烟气治理、土壤修复领域都具有丰富技术储备，依托公司丰富工业客户资源后续潜力极大。

中钢集团债转股方案已上报国务院等待批复，落地后有望改善公司目前融资环境，加速项目进度。公司拟以 14.31 元定增 9.5 亿补充流动资金方案已获批文，其中大股东与高管等骨干员工分别认购 3/1.5 亿元，彰显对公司未来发展信心。当前价格接近定增价。补流后有望加速部分项目推进，缓解当前融资压力。

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.75/0.95/1.14 元（增发摊薄后），当前股价对应 PE 为 20/16/13 倍，考虑到公司 3D 打印等新业务的巨大潜力，给予目标价 19 元（对应 2017 年 20 倍 PE），买入-A 评级。

## 2. 新签订单大幅增长，业务结构及模式持续优化

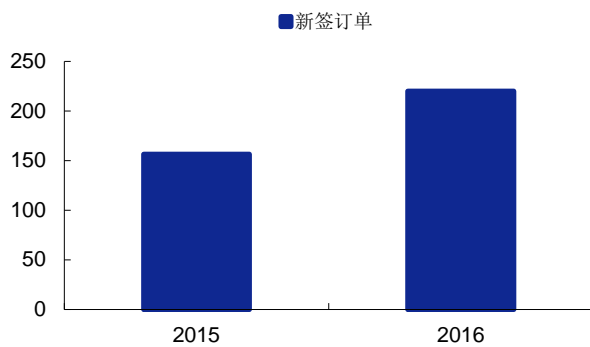
**新签订单大幅增长，在手订单充裕。**公司公告今年上半年新签合同金额较去年同期增长 51.26%，其中海外项目新签合同金额约 110 亿元，同比增长 12.50%。今年累计公告大额订单达 220 亿元，在手订单预计超 450 亿元，充足在手订单保障未来业绩持续稳定增长。

**订单结构不断优化，海外及非钢业务占比已完成公司双 50% 目标。**公司积极把握国家“一带一路”重大战略机遇，在持续巩固和深度挖掘土耳其、印度、伊朗等海外传统市场的基础上，持续加大对俄罗斯、东南亚、中东等“一带一路”沿线国家新兴、成长性市场的开拓力度，海外业务持续取得突破，上半年海外收入占比已接近 50%。同时大力拓展非钢业务，在电力、节能环保、煤焦化工等领域取得成果，预计非钢订单占比超过 50%，上半年斩获国内阳煤 40.7 亿大单。

**新业务模式持续突破。**公司紧紧把握国家基础设施建设领域投融资体制的变化，加大在国内基础设施建设领域 BOT、PPP 项目的开拓力度，据公司公告，在 EPC 主要承包建设模式基础上，已成功实现了 BOT、PPP 等全新建设模式项目的突破，有望充分受益 PPP 大潮推广。

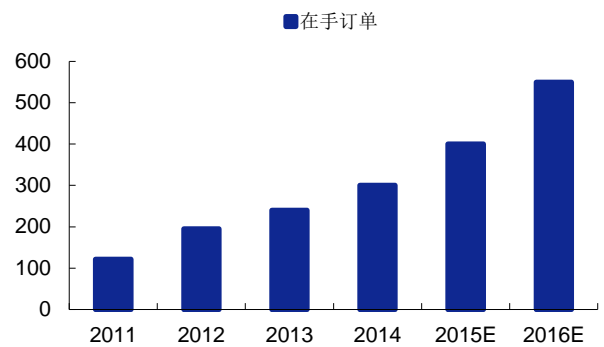
**上半年业绩同比微降，下半年有望加速。**公司公告今年上半年实现营收 39.7 亿元，同比下滑 22.7%；实现净利润 2.32 亿元，同比下滑 6.4%。其中 二季度单季公司实现营收 24.4 亿元，同比下滑 29.5%；实现净利润 1.32 亿元，同比下滑 21.2%。上半年由于国内业务下滑及海外部分订单生效进度较慢，业绩出现小幅下滑，随着下半年海外订单的逐步落地，业绩有望加速。

图 1：公司 2015-2016 新签订单



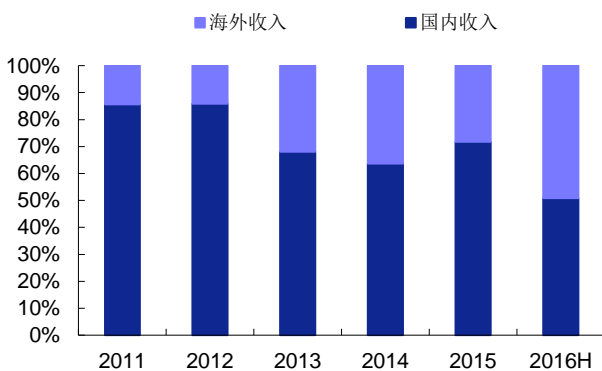
资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：2016 年截至 7 月底

图 2：公司在手订单



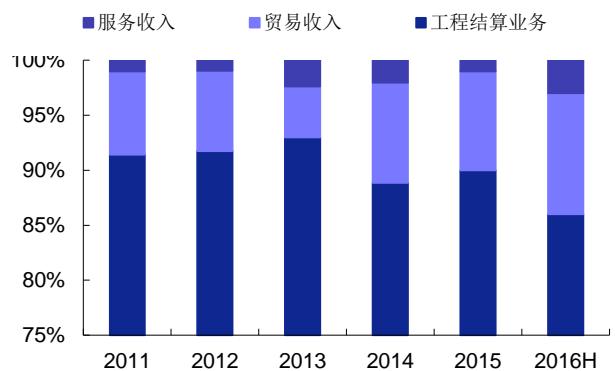
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：公司海外收入与国内收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：公司各业务占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：公司 2016 年新签合同

公告日期	项目名称	金额 (亿)
1 月 25 日	伊朗 100 万吨综合钢厂项目总承包合同	31.08
2 月 24 日	俄罗斯马格尼托哥尔斯克钢铁公司 (MMK) 关于新建 2×300 m <sup>2</sup> 烧结项目	5.85
3 月 31 日	玻利维亚 15 万吨综合钢厂 EPC 总承包合同	27.31
5 月 2 日	400 万吨球团项目 EPC 总承包合同	17.34
5 月 30 日	与阳泉煤业西上庄低热值煤热电有限公司签署 2×660MW 超临界低热值煤热电项目 EPC 总承包合同	40.72
6 月 13 日	六条日产 6000 吨熟料水泥生产工厂的设计、供货、施工、安装和调试交钥匙工程合同	78.45
6 月 16 日	与印尼 BOSOWA 集团签订燃煤电站 EPC 总承包合同	9.08
7 月 27 日	与阿尔及利亚卡塔尔公司 (AQS) 250 万吨直接还原铁 (DRI) 项目工程总承包合同	10.82
	<b>合计</b>	<b>220.65</b>

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 金属 3D 打印与环保等新业务极具潜力

#### 3.1. 金属 3D 打印技术国际领先，切入军工、航空航天、高铁等领域潜力巨大

公司于 2015 年 4 月 2 日发布公告，全资子公司中钢设备发起设立武汉天昱智能制造有限公司，由中钢国际董事长亲自挂帅，正式进军 3D 打印领域。天昱智造是一家立足金属 3D 打印、金属部件修复与再制造、工业智能系统等领域，集定制生产、设备研发、技术服务于一体的高新技术企业。

公司主要产品为金属高效 3D 打印设备、3D 打印技术服务、智能制造装备、熔覆与制造、数控加工制造服务五部分。公司产品在航空航天、舰船、海洋、兵器、能源、高铁、石化、冶金等行业的高端装备关键零件的绿色高效低成本优质制造中有重大的工程应用价值，合作客户包括中国一汽、中航工业、中信重工等大型上市企业。

图 5：天昱智造公司产品与服务



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 6：天昱智造合作客户



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

**技术实力国际领先。**天昱智造研发团队技术实力雄厚，首席技术专家由华中科技大学国家重点实验室数字制造工艺方向学术带头人张海鹏教授担任，目前已经获得自主知识产权的国家发明专利 16 项。张海鹏教授利用自主研发的一项金属 3D 打印技术——“智能微铸锻”，成功制造出世界首批 3D 打印锻件。该成果打破了 3D 打印行业存在的最大障碍，改变了长期以来由西方引领的“铸锻铣分离”的传统制造历史，给全球机械制造业带来颠覆性创新。

据人民网报道，此前世界激光选择性熔化 3D 打印金属零件最大尺寸是德国一家公司的 630 毫米，均为一米以下的小型件。目前，此项张海鸥主导研发的国际发明专利技术装备，不仅可以打印出 4 倍于上述激光 3D 打印最大尺寸金属零件，而且还可以打印和激光送粉成形和电子束送丝成形尺寸相当的零件，也是世界上唯一可以打印出大型高可靠性能金属锻件的增材制造技术装备。

**该项技术具备的优势主要有：**

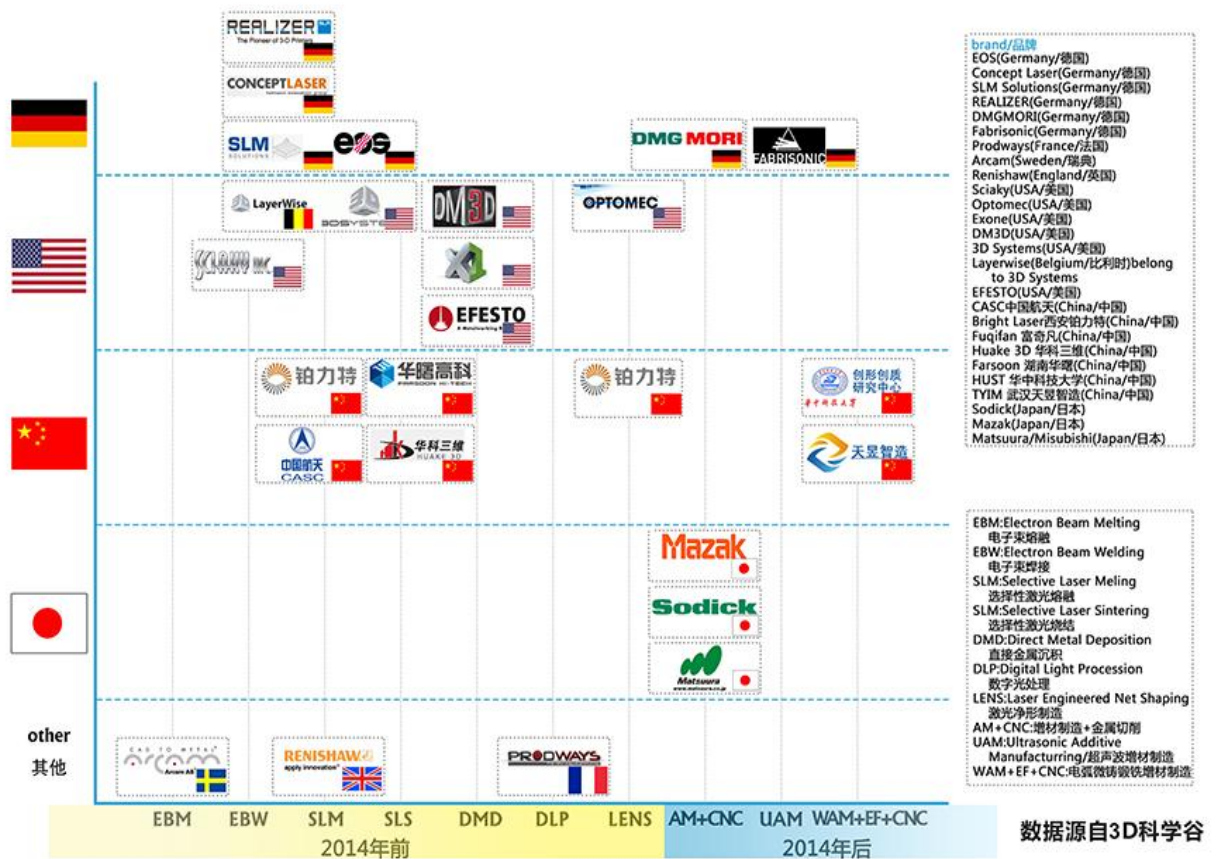
- 1、技术指标和性能稳定，超过传统铸件与锻件。
- 2、材料利用率极高。该技术以金属丝材为原料，材料利用率达到 80% 以上。
- 3、成本大幅降低，污染减少。丝材料价格成本为目前普遍使用的激光扑粉粉材的 1/10 左右。在热源方面，使用高效廉价的电弧为热源，成本为目前普遍使用的大多数需要进口的激光器的 1/10。
- 4、铸造周期大幅缩短。由于这一技术能同时控制零件的形状尺寸和组织性能，大大缩小了产品周期：制造一个两吨重的大型金属锻件，过去需要三个月以上，现在仅需十天左右。

**表 2：公司拥有 16 项国家专利**

序号	专利名称	专利号/申请号
1	金属模具熔射制造方法	ZL99116449.0
2	直接制造金属模具与零件的方法及装置	ZL00131288.X
3	固体氧化物燃料电池三合一电极制作方法	ZL200410061276.7
4	熔射制造模具的方法	ZL03119035.9
5	零件与模具的无模直接制造方法	ZL200510120552.7
6	制造功能梯度零件或材料的送粉器	ZL 200710053241.2
7	零件与模具的熔积成形复合制造方法	201010147632.20
8	工模具的熔积制造方法	ZL200910305296.7
9	零件或模具的无模熔融层积制造方法（已申请国际发明专利）	ZL200810197001.4
10	一种固体氧化物燃料电池的制备方法	ZL200710168675.7
11	一种多孔材料等离子喷涂直接快速制造方法	ZL 200710053702.6
12	一种制备梯度功能材料的方法	201110262455.70
13	直接制备球墨高合金铸铁的方法	201110188339.50
14	一种用于增材制造的变胞成形装置	201210344045.1.
15	多功能梯度零件的电磁柔性复合熔积直接制备成形方法	201210405132.30
16	功能梯度材料 CAD/CAM 系统	2013SR071506

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 7：公司技术在世界范围内领先



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

军工产品已有突破，后续有望在高铁、高级汽车模具等民用领域实现市场化推广。据人民网报道，我国研制的新型战斗机上，一种新型复杂钛合金接头将开始使用该技术。由于部件复杂，采用传统方法无法整体制造，只能降低设计标准，将零件拆分成多个部位制造后再连接，使该战机先进性能受到影响，使用寿命变短。目前，张海鸥团队的铸锻统一体化整体3D打印技术与装备，已开始与该团队合作研发攻关。用3D技术打印出来的TC4钛合金抗拉强度、屈服强度、塑性、冲击韧性均超过传统锻件。

为此，包括原国家航空航天部部长林宗棠在内的多位专家建议，在《中国制造2025》重大专项中列入此项技术，同时重点推动该技术与装备在航空航天、先进两机、核电、舰船、高铁等重点支柱领域的应用，后续市场化推广进程将加快。

图 8：高铁应用产品

### 高铁辙叉

规格：2242mm\*96mm\*176mm  
 材质：贝氏体钢  
 工艺：电弧熔沉积铸锻  
 特点：轮廓超长、窄尖，最小角度2°，最薄尺寸1mm，性能要求高



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 9：发动机应用产品

### 燃气轮机发动机过渡段

规格：265mm\*192mm  
 材质：中碳钢  
 工艺：电弧熔沉积铸锻  
 特点：壁厚差大，外形结构复杂，性能要求高



资料来源：公司官网，安信证券研究中心



图 10: 航空发动机产品

## 航空发动机油泵

规格: 103mm\*76mm\*180mm

材质: 铝合金

工艺: 电弧熔积微铸锻

特点: 强度335MPa, 高于铸件35%,  
塑性提高约4倍



图 11: 高级汽车模具

## 汽车翼子板模具

材质: 普碳钢+工具钢梯度复合材料

工艺: 等离子熔积铣削复合增材制造

特点: 梯度功能材料、低成本长寿模  
具



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

### 3.2. 环保业务依托公司工业客户资源有望加速发展

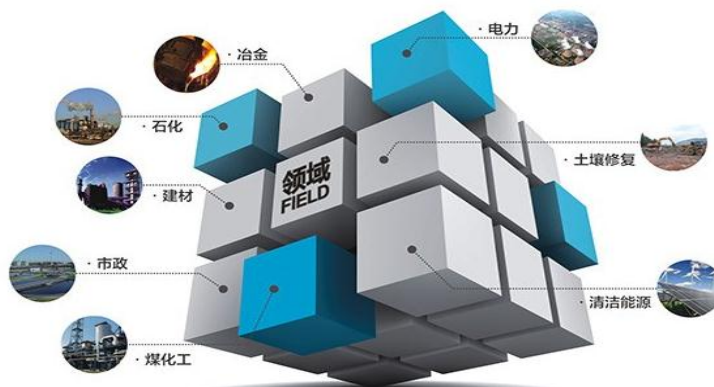
依托中钢天澄优势平台发展环保业务。公司为中钢天澄公司的控股股东，中钢天澄是国内环境保护产业的领军企业之一，致力于成为工业大气污染控制综合解决方案提供商。在除尘、脱硫脱硝、固废处理、环境修复等领域都有涉猎。在钢铁、电力、建材、石化等行业建成了数十项示范工程。

中钢天澄环保技术资质齐全，拥有生态建设和环境工程咨询甲级、环境工程（废气、固废）专项设计甲级在内的五项技术资质。在大气污染控制技术、检测检验技术、环境智能控制技术等领域储备丰富。

由于公司在钢铁冶炼领域具有明显优势，积累了众多优质客户资源，例如宝钢集团、河北钢铁集团、武汉钢铁集团等。随着国内环保要求的提升，国家对淘汰落后产能，节能减排等方面提出了更高标准，大型钢铁公司普遍面临更大的环保压力。公司依靠在钢铁冶炼工程领域的技术优势和一站式综合服务能力，拓展环保、能源等领域具有先天优势，特别是在钢铁冶炼相关的烟气脱硫、污水处理、燃气-蒸汽联合循环发电（CCCP）等领域更具竞争力。

年报显示中钢天澄 2012-2015 年收入分别为 2.5/2.4/4.0/3.1 亿元，利润总额为 -1837/285/716/905 万元，呈现稳步增长态势。

图 12: 中钢天澄业务涉及领域



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

#### 4. 债转股方案或将落地，公司融资改善加速项目推进

中钢集团面临债务重组，债转股方案已上报国务院待批准。受国内钢铁市场与信贷环境双重恶化影响，中钢集团出现经营困难，流动性较为紧张，截至 2013 年底，中钢集团资产总计 1101 亿元人民币，负债总计 1033.5 亿元，资产负债率 93.87%，其发行的“10 中钢债”于 2016 年 9 月 16 日已经第 17 次延长回售登记期。据证券时报报道，面对债务违约问题，在银监会、国资委等部门协调下，由中国银行牵头成立了债委会，与中钢集团方面共同协商制定债务重组方案：总体方案包括几十家银行谈成的减债、展期、债转股等条款，最终债务规模有望降至 600 亿元左右，其中，债转股的比例大约占到一半，展期的部分债务时限为 6 年。该方案于 2016 年 3 月被上报到银监会、国资委等主管部门，据 21 世纪经济报道等媒体报道重组方案已于 8 月上报至国务院，通过在望，将成为第一家实施债转股的央企。

债转股落地将改善公司融资，项目有望加速推进。此前集团公司债务问题对公司的信用评级及银行授信造成了负面影响，公司间接银行融资及直接融资（如发行债券等）都受到限制，导致公司资金较为紧张，导致部分项目进度受到影响。如若后续集团债转股方案正式落地，公司融资渠道受限将大为好转，部分项目推进有望加速。

中钢国际将扮演集团脱困重要角色。中钢国际是集团公司最优质的资产，其上市及增发加快了集团公司改革脱困步伐。未来上市公司在集团公司潜在的债务重组中有望扮演重要角色，上市公司的业务推进将得到集团公司的大力支持，上市公司层面的国企改革有望得到更大力度的推进。

#### 5. 大股东及高管参与定增彰显未来长远发展信心

大股东及高管认购彰显信心。本次非公开增发已获批准，增发方案为：以不低于 14.31 元/股向中钢资产、祥瑞计划等 6 名特定投资者非公开发行 66,572,326 股股份，共筹集资金不超过 9.53 亿元。其中中钢资产（控股股东全资子公司）认购 20,964,360 股，金额约 3 亿元，占此次发行比例 31.49%；祥瑞计划的委托人为公司的董监高，共认购 10,667,366 股，金额约 1.5 亿元，占发行比例 16.02%。募集资金用于公司补充流动资金。大股东及高管认购锁三年彰显对公司未来发展的充足信心。当前股价与定增价接近，补流后有望加速部分项目推进，缓解当前融资压力。

表 3：发行前后股权变化情况

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
中钢集团	131,025,539	20.39%	131,025,539	18.48%
中钢股份	225,701,248	35.13%	225,701,248	31.83%
中钢资产	3,995,149	0.62%	24,959,509	3.52%
祥瑞计划	-	-	10,667,366	1.50%
红人计划	-	-	15,373,864	2.17%
山南中和	-	-	10,482,180	1.48%
新城欣源	-	-	6,988,120	0.99%
长江钢管	-	-	2,096,436	0.30%
公众投资者	281,840,163	43.86%	281,840,163	39.74%
合计	642,562,099	100.00%	709,134,425	100.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 6. 投资建议

投资建议：预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.75/0.94/1.13 元（增发摊薄后），当前股价对应 PE 为 20/16/13 倍，考虑到公司 3D 打印等新业务的巨大潜力，给予目标价 19 元（对应 2017 年 20 倍 PE），买入-A 评级。

## 7. 风险提示

风险提示：集团债务重组解决进度不达预期，订单进度不达预期，新业务拓展不达预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	11,061.3	9,751.3	10,531.4	12,111.1	13,564.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	9,763.8	8,378.4	9,078.1	10,415.5	11,665.4	营业收入增长率	670.2%	-11.8%	8.0%	15.0%	12.0%
营业税费	28.0	38.2	47.4	44.2	50.2	营业利润增长率	-181.2%	91.7%	12.4%	26.3%	20.4%
销售费用	50.8	15.8	26.3	35.2	31.8	净利润增长率	-145.9%	157.7%	12.4%	25.8%	20.4%
管理费用	452.3	405.8	463.4	520.8	569.7	EBITDA 增长率	-326.9%	18.3%	6.6%	28.0%	17.1%
财务费用	170.9	5.7	-30.0	-22.2	-52.5	EBIT 增长率	-263.2%	26.9%	6.6%	28.7%	17.4%
资产减值损失	302.0	339.6	264.0	267.0	270.0	NOPLAT 增长率	-190.1%	70.5%	7.7%	28.7%	17.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-10.7%	-23.0%	46.5%	-12.9%	40.1%
投资和汇兑收益	32.5	57.1	20.0	36.6	37.9	净资产增长率	548.3%	19.3%	50.8%	16.2%	15.7%
<b>营业利润</b>	326.0	624.9	702.2	887.1	1,067.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	10.9	14.1	9.7	11.6	11.8	毛利率	11.7%	14.1%	13.8%	14.0%	14.0%
<b>利润总额</b>	336.9	639.0	712.0	898.7	1,079.6	营业利润率	2.9%	6.4%	6.7%	7.3%	7.9%
减:所得税	150.7	164.4	178.0	224.7	269.9	净利润率	1.6%	4.8%	5.0%	5.5%	5.9%
<b>净利润</b>	182.5	470.2	528.7	665.1	801.0	EBITDA/营业收入	4.9%	6.6%	6.5%	7.3%	7.6%
						EBIT/营业收入	4.5%	6.5%	6.4%	7.1%	7.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	固定资产周转天数	10	2	2	1	0
货币资金	956.8	1,952.4	2,704.6	3,625.8	3,818.5	流动营业资本周转天数	39	42	42	42	43
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	188	422	454	467	470
应收账款	5,914.9	6,414.7	6,925.0	8,415.7	8,755.7	应收账款周转天数	102	228	228	228	228
应收票据	227.2	1,104.4	299.8	1,315.0	508.2	存货周转天数	35	53	52	52	52
预付账款	1,829.3	1,161.4	2,268.0	1,666.7	2,659.3	总资产周转天数	209	446	476	485	486
存货	1,087.6	1,786.4	1,239.6	2,232.2	1,693.9	投资资本周转天数	53	50	49	48	48
其他流动资产	78.9	349.4	349.4	349.4	349.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	175.2	115.6	96.9	129.2	113.9	ROE	7.7%	16.6%	12.3%	13.3%	13.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	3.5%	3.7%	3.7%	4.4%
长期股权投资	98.8	149.3	149.3	149.3	149.3	ROIC	16.1%	30.8%	43.0%	37.8%	50.9%
投资性房地产	61.6	66.3	66.3	66.3	66.3	<b>费用率</b>					
固定资产	61.7	51.7	36.5	21.2	6.0	销售费用率	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
在建工程	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	管理费用率	4.1%	4.2%	4.4%	4.3%	4.2%
无形资产	28.5	27.6	26.3	25.1	23.8	财务费用率	1.5%	0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.4%
其他非流动资产	188.0	265.3	265.3	239.5	256.7	三费/营业收入	6.1%	4.4%	4.4%	4.4%	4.0%
<b>资产总额</b>	10,708.8	13,445.0	14,427.6	18,235.9	18,401.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	486.7	687.5	500.0	500.0	500.0	资产负债率	77.4%	78.6%	69.9%	72.3%	68.2%
应付账款	4,960.4	5,482.8	6,167.0	7,199.2	7,627.7	负债权益比	343.0%	366.2%	231.7%	260.7%	214.5%
应付票据	901.9	2,258.3	1,171.2	2,763.5	1,641.1	流动比率	1.22	1.21	1.37	1.34	1.42
其他流动负债	1,938.7	2,132.5	2,234.0	2,714.0	2,779.5	速动比率	1.09	1.04	1.25	1.17	1.28
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	2.91	110.90	-22.42	-38.98	-19.32
其他非流动负债	3.7	-	5.4	3.1	2.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	8,291.5	10,561.1	10,077.7	13,179.9	12,551.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	49.9	51.4	56.5	65.2	73.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	642.6	642.6	709.1	709.1	709.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,718.8	2,188.2	3,584.2	4,281.7	5,067.3						
<b>股东权益</b>	2,417.3	2,883.9	4,349.8	5,056.0	5,850.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EPS(元)	0.28	0.73	0.75	0.94	1.13
净利润	186.3	474.6	528.7	665.1	801.0	BVPS(元)	3.68	4.41	6.05	7.04	8.15
加:折旧和摊销	49.4	15.3	16.5	16.5	16.5	PE(X)	52.3	20.3	19.9	15.8	13.2
资产减值准备	302.0	339.6	-	-	-	PB(X)	4.0	3.4	2.5	2.1	1.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-19.2	9.3	-51.7	11.9	52.3
财务费用	153.8	41.8	-30.0	-22.2	-52.5	P/S	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
投资损失	-32.5	-57.1	-20.0	-36.6	-37.9	EV/EBITDA	14.5	15.0	11.6	8.0	6.6
少数股东损益	3.8	4.4	5.3	8.9	8.7	CAGR(%)	53.5%	19.5%	-210.3%	53.5%	19.5%
营运资金的变动	-185.4	-583.7	-561.4	230.7	-633.3	PEG	1.0	1.0	-0.1	0.3	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	538.7	484.3	-60.8	862.5	102.5	ROIC/WACC	1.6	3.0	4.2	3.7	5.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-620.4	-269.8	38.7	4.2	53.2	REP	3.3	2.8	1.1	1.3	0.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	18.1	156.6	774.3	54.4	37.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

夏天声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034