

市场价格(人民币): 3.08元

转型稳步推进, 兼受益行业复苏

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,875.75
总市值(百万元)	12,203.18
年内股价最高最低(元)	3.19/2.29
沪深300指数	3335.67
上证指数	3139.56



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.103	-0.541	0.082	0.115	0.145
每股净资产(元)	2.24	1.64	1.72	1.83	1.98
每股经营性现金流(元)	0.97	0.26	0.51	0.87	1.02
市盈率(倍)	30.74	-5.86	37.65	26.84	21.23
行业优化市盈率(倍)	22.25	24.92	25.69	25.69	25.69
净利润增长率(%)	147.12%	-636.49%	115.12%	40.29%	26.38%
净资产收益率(%)	4.60%	-33.09%	4.76%	6.27%	7.34%
总股本(百万股)	3,875.75	3,962.07	3,962.07	3,962.07	3,962.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **受益于行业盈利回升。**我们基于产能周期、矿石产能周期、需求周期边际改善三大逻辑, 看好2017年钢铁行业基本面进一步复苏。公司作为板材龙头, 有望充分受益: 1) 随着行业基本面中期向好, 过去几年产能增速最低的板材类将更为显著, 公司作为板材重要标的, 将优先受益行业盈利回暖; 2) 近期BDI翻倍, 海运市场底部回升, 有望逐步传导至上游造船板市场。公司是中厚板市场的几大龙头之一, 盈利能力也有望进一步得到提升; 3) 此外, 公司拥有不错的弹性, 具备一定的利润改善空间(每股钢产量、吨钢市值均排名居前), 是基本面改善逻辑下的不错的投资标的之一。
- **持续看好公司转型发展。**我们认为, 公司转型逻辑具有一定必要性与充分性。一方面, 在15年行业巨亏背景下, 公司适时提出多元化发展战略加快转型步伐; 另一方面, 从大股东层面, 公司实际控制人复星集团在产业投资方面拥有丰富经验、资产实力雄厚。在提出环保转型的基础上, 未来继续出台进一步转型/改革措施的可能性较大。因此, 持续看好公司未来转型发展。
- **稳步推进节能环保、智能制造、新材料三大方向转型。**目前, 公司通过整合现有的多元产业资源和对外投资平台, 设立新产业投资集团, 有序推进节能环保、智能制造、新材料三大方向转型。
 - ✓ 加码环保转型。公司前期已制定了“钢铁+节能环保”的转型发展目标, 投资成立金凯节能环保投资控股有限公司。近期则通过非公开发行募投高效利用煤气发电项目加码环保布局;
 - ✓ 智能制造方面。公司宽厚板产线被评为江苏省第二批优秀示范智能车间, 成为公司智能制造的良好开端;
 - ✓ 新材料方面。公司参与天工股份定向发行股票, 与之形成持续的战略合作关系, 完善在新材料产业链上的布局;
 - ✓ 电商平台发展。公司旗下钢宝股份在新三板成功挂牌, 为多元产业子公司的发展壮大探索出新路径。

盈利预测&投资建议

- 预计公司16-18年实现EPS为0.08元、0.12元、0.15元, 对应PE分别38倍、27倍、21倍。给予“买入”评级。

风险

- 募投项目不达预期; 转型不达预期。

杨伟

分析师 SAC 执业编号: S1130514080005
 (8621)60230236
 yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

分析师 SAC 执业编号: S1130515080001
 (8621)60937020
 niwy@gjzq.com.cn

内容目录

板材龙头受益行业盈利回升	3
2017 年行业有望继续复苏	3
板材龙头有望充分受益	3
转型持续推进，有望贡献新增长点	5
公司转型有其充分性与必要性	5
稳步推进节能环保、智能制造、新材料转型	6
盈利预测&投资建议	7
风险	7

图表目录

图表 1: 17 年铁矿石主要新增产能统计	3
图表 2: 钢铁供需平衡表	3
图表 3: 钢铁需求拆分	3
图表 4: 公司股权结构	4
图表 5: 钢铁股弹性测算	5
图表 6: 钢铁股的转型方向	5
图表 7: 钢铁股转型的两种类型	5
图表 8: 公司非公开发行	6

板材龙头受益行业盈利回升

2017 年行业有望继续复苏

■ 回顾 2016 年的钢价与钢铁股，受益于钢铁行业基本面回暖，盈利能力进一步得到改善，钢价及钢铁板块均有不错表现。我们基于产能周期、矿石产能周期、需求周期边际改善三大逻辑，看好 2017 年钢铁行业基本面进一步复苏。

- ✓ 供给侧改革 17 年继续推进。2017 年供给侧改革计划去产能 5500 万吨，我们预计有效去产能 2500-3000 万吨。加之中频炉拆除事件影响，预计最终拆除产能 3000-4000 万吨。判断 17 年钢铁去产能将带来产能利用率进一步提升，带来行业整体产能利用率提升 4-5 个百分点。
- ✓ 成本红利逻辑。当前，铁矿石已经进入产能释放周期，矿石牛市将持续到 2018 年。17 年淡水河谷 9000 万吨大矿，加之矿石成本曲线右移，铁矿石成本红利逻辑再现。
- ✓ 需求边际改善。预测 2017 年钢铁总需求增长 0.9%，其中内需增长 1.5%，外需下滑 3%。我们认为，在供给侧改革背景下，需求端相对于供给端为次要因素。

图表 1：17 年铁矿石主要新增产能统计

矿山	2017 年新增产能项目	2017 年预计增产 (万吨)	2016 年预计产量 (亿吨)	现金成本(美元/湿吨)	到岸 CFR 成本
Vale	SIID，产能 9000 万吨，三年达产	3000	2.56	13	31
Roy hill	老矿达产	3000	2000 万吨	30-40	45-55
FMG	0	0	1.65-1.7	15.43	28.3
力拓	每年产能小幅提升	0-1000	3.25-3.30	14.3	29.5
必和必拓	每年产能小幅提升	0-1000	2.28-2.37	15.06	30.3

来源：国金证券研究所

图表 2：钢铁供需平衡表

钢铁供需平衡										
2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	
建筑业需求	23,200	26,488	31,256	33,913	35,574	37,780	38,422	36,984	37,576	37,918
YOY	-9.4%	14.2%	18.0%	8.5%	4.9%	6.2%	1.7%	-3.7%	1.6%	0.9%
制造业需求	21,419	29,027	28,185	30,853	32,472	34,198	35,790	34,131	35,048	35,764
YOY	35.5%	-2.9%	9.5%	5.2%	5.3%	4.7%	-4.6%	2.7%	2.0%	
国内需求	44,619	55,515	59,441	64,766	68,046	71,978	74,212	71,115	72,624	73,682
YOY	24.4%	7.1%	9.0%	5.1%	5.8%	3.1%	-4.2%	2.1%	1.5%	
外部需求	5,171	-152	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	9,133
YOY	-102.9%	-1969.7%	28.2%	28.4%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-3.0%	
总需求	49,790	55,363	62,283	68,409	72,723	77,058	82,108	80,674	82,040	82,815
YOY	-8.8%	11.3%	15.2%	9.5%	4.6%	6.0%	6.6%	-1.7%	1.7%	0.9%
库存变化	1,200	345	17	-64	795	-600	-300	-800	-300	
YOY	-71.3%	-95.1%	-476.5%	-1342.2%	-175.3%	-50.0%	166.7%	-62.5%		
粗钢总产量	49,790	56,640	62,650	68,427	72,655	77,904	81,508	80,374	81,240	82,515
YOY	2.1%	13.8%	10.6%	9.2%	6.2%	7.2%	4.6%	-1.4%	1.1%	1.6%
粗钢有效产能	6,69	7,36	7,91	8,70	9,80	10,58	10,89	10,77	10,42	10,06
产能利用率	74.4%	77.0%	79.2%	78.7%	74.1%	73.7%	74.9%	74.6%	78.0%	82.0%

来源：国金证券研究所

图表 3：钢铁需求拆分

钢铁需求拆分										
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
建筑业	23,200	26,488	31,256	33,913	35,574	37,780	38,422	36,984	37,576	37,918
YOY	-9.4%	14.2%	18.0%	8.5%	4.9%	6.2%	1.7%	-3.7%	1.6%	0.9%
其中，地产	12,378	12,789	16,022	17,915	17,935	19,027	18,549	16,913	17,184	17,098
其中，基建	10,822	13,694	15,234	15,998	17,639	18,753	19,873	20,071	20,393	20,821
制造业	21,419	29,027	28,185	30,853	32,472	34,198	35,790	34,131	35,048	35,764
YOY	35.5%	-2.9%	9.5%	5.2%	5.3%	4.7%	-4.6%	2.7%	2.0%	
其中，机械	11,502	12,450	14,442	15,771	16,630	17,154	17,840	16,591	16,790	17,042
YOY	35.5%	8.2%	16.0%	9.2%	5.5%	3.1%	4.0%	-7.0%	1.2%	1.5%
其中，汽车	3,298	4,096	4,949	5,592	5,911	6,473	6,854	6,717	7,255	7,545
YOY	-17.1%	24.0%	21.0%	13.0%	5.7%	9.5%	5.9%	-2.0%	8.0%	4.0%
其中，家电	750	780	1,248	1,398	1,480	1,569	1,632	1,656	1,665	1,764
YOY	-48.2%	4.0%	60.0%	12.0%	5.9%	6.0%	4.0%	1.5%	0.5%	6.0%
其中，造船	1,500	1,400	1,694	1,965	1,906	2,011	2,192	2,258	2,258	2,190
YOY	211.2%	-6.7%	21.0%	16.0%	-3.0%	5.5%	9.0%	3.0%	0.0%	-3.0%
其他	4,368	10,307	5,852	6,128	6,535	6,992	7,272	6,908	7,081	7,222
YOY	-12.4%	196.0%	-43.2%	4.7%	6.7%	7.0%	4.0%	-5.0%	2.5%	2.0%
终端需求	44,619	55,515	59,441	64,766	68,046	71,978	74,212	71,115	72,624	73,682
YOY	-9.7%	24.4%	7.1%	9.0%	5.1%	5.8%	3.1%	-4.2%	2.1%	1.5%
外部需求	5,171	-152	2,842	3,643	4,677	5,080	7,896	9,559	9,416	9,133
YOY	2.0%	-84.1%	274.6%	28.3%	9.0%	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-3.0%
总需求	49,790	55,363	62,283	68,409	72,723	77,058	82,108	80,674	82,040	82,815
YOY	-8.8%	11.3%	15.2%	9.5%	4.6%	4.8%	6.0%	6.6%	1.7%	0.9%

来源：国金证券研究所

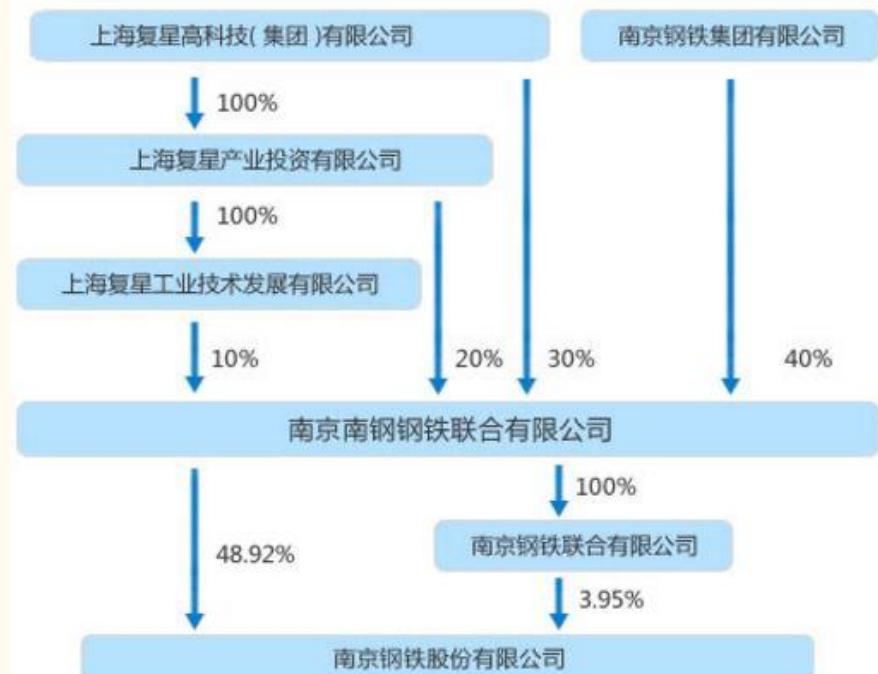
板材龙头有望充分受益

■ 公司是国内以中厚板和优特钢长材为主导产品的现代化大型钢铁联合企业。

- ✓ 通过近年来的不断投入，公司工艺装备已完成了大型化、现代化改造，目前具备年 900 万吨生铁、1000 万吨粗钢、940 万吨钢材的生产能力，并且公司本部已形成板材和长材两大生产体系以及与其配套的炼铁和炼钢系统。

- ✓ 公司主要产品包括宽中厚板（卷）、棒材、高速线材、钢带、异型钢五大类，近 300 个钢种、一万余个品种规格的产品系列。广泛应用于特殊输油气管线、石油钻探、LNG 储运、造船及海洋工程、高铁、电力、汽车、桥梁等领域。
- ✓ 公司控股股东为南京钢联，实际控制人为复星集团。

图表 4：公司股权结构



来源：国金证券研究所

- 板材龙头，中长期受益行业盈利回升。公司前三季实现净利润 2.28 亿元，相较于 15 年全年亏损 24 亿元，经营业绩已实现大幅改善。预计随着行业基本面中期向好，公司盈利能力有望得到进一步提升。
 - ✓ 受益于今年以来去产能以及下游行业需求改善，钢价大幅上涨，盈利快速回升，特别是过去几年产能增速最低的板材类更为显著。公司作为板材重要标的，将优先受益。
 - ✓ 另一方面，近期 BDI 翻倍，海运市场底部回升，有望逐步传导至上游造船板市场。公司是中厚板市场的几大龙头之一，盈利能力也有望进一步得到改善。
- 此外，公司拥有不错的弹性，具备一定的利润改善空间。公司每股钢产量 20.4 万吨，全部普钢股中居中，在板材股中相对靠前；吨钢市值 1439 元，全部普钢股排名靠前，板材股中仅次于新钢。因此，公司是基本面改善逻辑下的不错的投资标的之一。

图表 5：钢铁股弹性测算

证券代码	证券简称	总股本 亿股	总市值 亿元	钢产量	股价	PB	每股钢产量 (吨/万股)	吨钢市值
600569.SH	安阳钢铁	23.9	72	866	3.0	0.0	36.2	835
000932.SZ	华菱钢铁	30.2	169	1,558	5.6	0.0	51.7	1088
601003.SH	柳钢股份	25.6	124	1,081	4.8	0.0	42.2	1143
600808.SH	马钢股份	77.0	212	1,694	2.9	0.0	22.0	1250
600782.SH	新钢股份	13.9	98	782	3.5	0.0	56.1	1251
000709.SZ	河北钢铁	106.2	348	2,744	3.3	0.0	25.8	1269
600282.SH	南钢股份	39.6	116	810	2.9	0.0	20.4	1439
600581.SH	*ST八钢	7.7	48	326	6.3	0.0	42.5	1476
000761.SZ	本钢板材	31.4	165	956	5.7	0.0	30.5	1729
000898.SZ	鞍钢股份	72.3	367	1,972	5.2	0.0	27.3	1861
000959.SZ	首钢股份	52.9	352	1,516	6.7	0.0	28.7	1990
600231.SH	凌钢股份	12.6	71	316	2.8	0.0	25.1	2237
000825.SZ	太钢不锈	57.0	230	1,023	4.0	0.0	18.0	2244
600005.SH	武钢股份	100.9	345	1,436	3.4	0.0	14.2	2404
000717.SZ	*ST韶钢	24.2	127	526	5.2	0.0	21.7	2406
600022.SH	山东钢铁	84.2	216	758	2.6	0.0	9.0	2844
600507.SH	方大特钢	13.3	98	338	7.4	0.0	25.5	2894
002110.SZ	三钢闽光	5.3	176	605	12.8	0.0	113.2	2899
600307.SH	酒钢宏兴	62.6	177	575	2.8	0.0	9.2	3083
000708.SZ	大冶特钢	4.5	61	194	13.5	0.0	43.2	3134
000778.SZ	新兴铸管	36.4	193	467	5.3	0.0	12.8	4143
601005.SH	重庆钢铁	44.4	109	248	2.5	0.0	5.6	4384
600019.SH	宝钢股份	164.7	1,056	2,370	6.4	0.0	14.4	4456
600126.SH	杭钢股份	8.4	205	432	7.9	0.0	51.5	4757
600117.SH	西宁特钢	7.4	59	108	5.6	0.0	14.5	5442
600010.SH	包钢股份	325.6	925	782	2.8	0.0	2.4	11825
002075.SZ	沙钢股份	22.1	356	300	16.1	0.0	13.6	11851
600399.SH	抚顺特钢	13.0	90	58	6.9	0.0	4.4	15573

来源：国金证券研究所

转型持续推进，有望贡献新增长点

公司转型有其充分性与必要性

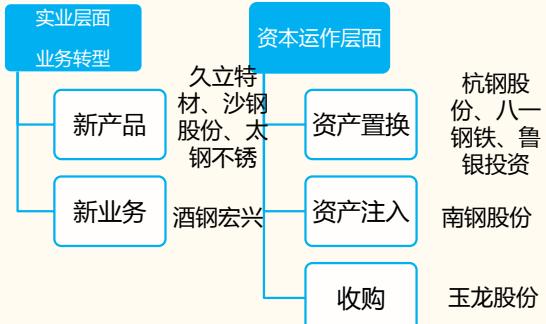
- 过去几年，钢铁板块转型牛股辈出，我们认为钢铁转型在 2017 年仍是重要方向。钢铁股的转型，其逻辑重于一切。
 - 逻辑 1：必要性。穷则思变、否极泰来：经营压力大、现金流紧张，短期内依靠主业难以扭转颓势的企业。
 - 逻辑 2：充分性。1) 大股东实力较强，具备转型的基础；2) 具备比较优势，如所处地区的资源禀赋、相关渠道优势等。
- 转型的两种类型。1) 实业层面（业务转型）：新产品开拓、收购或投资新业务；2) 资本运作：钢铁是重资产，实业层面彻底转型难度较大，资本运作的可行性更高，如通过资产注入、资产置换、收购等。

图表 6：钢铁股的转型方向



来源：国金证券研究所

图表 7：钢铁股转型的两种类型



来源：国金证券研究所

■ 基于以上，我们认为，公司转型逻辑具有一定必要性与充分性。

- ✓ 必要性方面。随着宏观经济增速下滑，钢铁行业需求已进入峰值区间，而过去几年行业盈利能力下滑，特别是 15 年行业巨亏倒逼钢企加快转型步伐。因此，公司适时提出多元化发展战略，控股股东南京钢联明确提出将从各个方面积极支持南钢股份由传统制造业向现代服务业转型发展，实现钢铁主业向价值链的上游提升、向下游产业链高端制造业延伸。
- ✓ 充分性方面。如我们前期分析，从大股东层面，公司实际控制人复星集团在产业投资方面所拥有丰富经验、资产实力雄厚，涉及医药、金融、地产、环保、机械装备、钢铁等领域，具有多个上市平台，而制造领域平台仅有南钢一家。在目前公司已提出环保转型的基础上，未来继续出台进一步转型、改革措施的可能性较大。

稳步推进节能环保、智能制造、新材料转型

■ 公司在提出多元产业发展后，通过整合现有的多元产业资源和对外投资平台，设立新产业投资集团（事业部制运作），重新定位存量多元和增量多元业务，有序推进节能环保、智能制造、新材料等板块的重点项目。目前，各领域方向转型稳步推进中。

■ **持续加码环保转型。**

- ✓ 公司前期已制定了“钢铁+节能环保”的转型发展目标，投并资成立金凯节能环保投资控股有限公司，并将公司内部现有的节能环保业务整合纳入到金凯节能环保平台，实现专业化运营，为公司节能环保产业发展提供了组织基础。此举显示公司对涉足环保行业的力度与决心，环保有望成为未来非钢产业的重要组成部分，并增强企业盈利能力，利好中长期发展。
- ✓ 非公开发行募投高效利用煤气发电项目加码环保布局。公司本次非公开发行股票募集资金总额调整为不超过人民币 17.9 亿元，拟全部用于高效利用煤气发电项目和偿还银行贷款。增发价 2.87 元/股，锁定期 1 年。项目投产后，一方面有利于高效利用富余煤气，促进节能环保、绿色发展；另一方面，有利于提高自发电量占比，符合钢铁产业发展方向。

图表 8：公司非公开发行

序号	项目名称	项目预计总投资额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	高效利用煤气发电项目	132,617	125,162
2	偿还银行贷款	53,600	53,600
合计		186,217	178,762

来源：国金证券研究所

■ **智能制造方面。**

- ✓ 公司与德国巴登钢铁工程有限公司合作的“中德巴登南钢智能制造协同创新项目”已向工信部申报列入“中德智能制造合作 2016 年试点示范项目名单”，是仅有的两家钢铁企业之一。
- ✓ 此外，宽厚板产线被评为江苏省第二批优秀示范智能车间，成为公司智能制造转型的良好开端。

■ **新材料方面。**

- ✓ 公司参与天工股份定向发行股票，与之形成持续的战略合作关系，完善在新材料产业链上的布局。
- ✓ 天工股份主营业务为钛加工材的生产、加工、研发与销售，与公司在钢铁材料产业链上有良好的协同效应。双方在钛合金复合板等产品的开发生产及全球销售网络的资源综合利用等方面合作前景广阔，本次投资有利于双方形成战略合作关系。
- **继续支持电商平台发展。**
- ✓ 公司旗下钢宝股份在新三板成功挂牌，为多元产业子公司的发展壮大探索出新路径。
- ✓ 金贸钢宝主要从事钢材尾材网上销售业务，是全国唯一 365 天 24 小时全天候服务的钢材尾材网上超市，现有注册客户 5000 余家。此前公司已通过增资方式增强江苏金贸钢宝的资本实力，此次在新三板挂牌，一方面为金贸钢宝提供更多的融资渠道，另一方面有利于实现上市公司资产的流动性增加、持有股权价值提升，有利于增强公司持续盈利能力。同时，将进一步增强金贸钢宝品牌影响力，推动其做大做强，未来有望提升钢铁主业估值。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 16-18 年实现营收分别为 234.24 亿元、245.31 亿元、256.48 亿元，同比增速分别 5.3%、4.7%、4.6%；实现归属母公司股东净利润分别为 3.24 亿元、4.55 亿元、5.75 亿元，同比增速分别为 115.12%、40.29%、26.38%；EPS 为 0.08 元、0.12 元、0.15 元，对应 PE 分别 38 倍、27 倍、21 倍。考虑到公司是板材类龙头之一，兼具转型题材，给予“买入”评级。

风险

- 募投项目不达预期；转型不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	货币资金	2013	2014	2015	2016E	2017E	
增长率	26,823	27,885	22,252	23,424	24,531	25,648	应收账款	2,752	4,921	4,392	900	967	
主营业务成本	-4.0%	-20.2%	5.3%	4.7%	4.6%		存货	1,835	3,145	2,002	2,199	2,303	
%销售收入	-25,411	-25,267	-21,603	-20,972	-21,658	-22,396	其他流动资产	4,159	3,925	2,668	3,218	3,323	
毛利	94.7%	90.6%	97.1%	89.5%	88.3%	87.3%	流动资产	2,398	667	1,190	831	836	
%销售收入	1,412	2,618	649	2,452	2,873	3,252	%总资产	11,144	12,657	10,252	7,147	7,428	
营业税金及附加	5.3%	9.4%	2.9%	10.5%	11.7%	12.7%	长期投资	30.4%	32.0%	28.2%	20.1%	19.1%	
%销售收入	-86	-98	-89	-94	-98	-103	固定资产	708	638	749	750	749	
营业费用	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	%总资产	22,457	23,883	23,308	26,869	30,008	
%销售收入	-366	-491	-514	-539	-564	-590	无形资产	61.2%	60.4%	64.1%	75.6%	77.3%	
管理费用	1.4%	1.8%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	非流动资产	935	926	891	757	645	
%销售收入	-880	-902	-1,002	-1,054	-1,104	-1,154	%总资产	25,567	26,880	26,092	28,378	31,404	
销售费用	3.3%	3.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	负债总计	69.6%	68.0%	71.8%	79.9%	80.9%	
%销售收入	息税前利润 (EBIT)	80	1,127	-956	766	1,106	1,406	36,711	39,538	36,343	35,525	38,832	
营业利润	0.3%	4.0%	n.a	3.3%	4.5%	5.5%	短期借款	30.4%	32.0%	28.2%	20.1%	19.1%	
营业利润率	-971	-809	-565	-526	-698	-838	应付账款	708	638	749	750	749	
营业外收支	3.6%	2.9%	2.5%	2.2%	2.8%	3.3%	其他流动负债	固定资产	22,457	23,883	23,308	26,869	30,008
资产减值损失	-510	-107	-371	-6	0	0	%总资产	61.2%	60.4%	64.1%	75.6%	77.3%	
公允价值变动收益	-80	-342	-29	0	0	0	无形资产	935	926	891	757	645	
投资收益	219	476	-54	50	50	50	非流动资产	25,567	26,880	26,092	28,378	31,404	
%销售收入	-19.0%	98.6%	n.a	11.5%	8.2%	6.5%	%总资产	69.6%	68.0%	71.8%	79.9%	80.9%	
息税前利润	1,262	345	-1,974	283	458	618	负债总计	36,711	39,538	36,343	35,525	38,832	
营业利润	n.a	1.2%	n.a	1.2%	1.9%	2.4%	短期借款	30.4%	32.0%	28.2%	20.1%	19.1%	
营业外收支	107	138	174	150	150	150	应付账款	708	638	749	750	749	
税前利润	-1,155	483	-1,800	433	608	768	其他流动负债	固定资产	22,457	23,883	23,308	26,869	30,008
利润率	n.a	1.7%	n.a	1.9%	2.5%	3.0%	%总资产	61.2%	60.4%	64.1%	75.6%	77.3%	
所得税	307	-83	-344	-108	-152	-192	无形资产	935	926	891	757	645	
所得税率	n.a	17.2%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%	非流动资产	25,567	26,880	26,092	28,378	31,404	
净利润	-848	400	-2,144	325	456	576	%总资产	69.6%	68.0%	71.8%	79.9%	80.9%	
少数股东损益	0	0	0	1	1	1	负债总计	36,711	39,538	36,343	35,525	38,832	
归属于母公司的净利润	-848	400	-2,144	324	455	575	短期借款	30.4%	32.0%	28.2%	20.1%	19.1%	
净利润率	n.a	1.4%	n.a	1.4%	1.9%	2.2%	应付账款	708	638	749	750	749	
现金流量表 (人民币百万元)							其他流动负债	固定资产	22,457	23,883	23,308	26,869	30,008
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	%总资产	61.2%	60.4%	64.1%	75.6%	77.3%	
净利润	-619	292	-2,433	325	456	576	无形资产	935	926	891	757	645	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	非流动资产	25,567	26,880	26,092	28,378	31,404	
非现金支出	1,373	1,306	1,828	1,889	2,184	2,505	%总资产	69.6%	68.0%	71.8%	79.9%	80.9%	
非经营收益	109	688	1,281	1,523	518	658	负债总计	36,711	39,538	36,343	35,525	38,832	
营运资金变动	2,124	1,488	365	-1,729	291	316	短期借款	30.4%	32.0%	28.2%	20.1%	19.1%	
经营活动现金净流	2,988	3,774	1,041	2,008	3,448	4,055	应付账款	708	638	749	750	749	
资本开支	-4,116	-2,649	-1,643	-5,161	-5,059	-5,160	其他流动负债	固定资产	22,457	23,883	23,308	26,869	30,008
投资	-7	1,797	-891	-1	0	0	%总资产	61.2%	60.4%	64.1%	75.6%	77.3%	
其他	55	30	21	50	50	50	无形资产	935	926	891	757	645	
投资活动现金净流	-4,068	-823	-2,513	-5,112	-5,009	-5,110	非流动资产	25,567	26,880	26,092	28,378	31,404	
股权募资	0	6	192	0	0	0	%总资产	69.6%	68.0%	71.8%	79.9%	80.9%	
债权募资	970	-2,052	-697	194	2,346	1,913	负债总计	36,711	39,538	36,343	35,525	38,832	
其他	-616	-292	1,330	-581	-718	-858	短期借款	30.4%	32.0%	28.2%	20.1%	19.1%	
筹资活动现金净流	354	-2,338	825	-387	1,628	1,055	应付账款	708	638	749	750	749	
现金净流量	-726	613	-648	-3,492	67	0	其他流动负债	固定资产	22,457	23,883	23,308	26,869	30,008

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-12-29	买入	2.74	N/A
2	2015-03-12	买入	3.84	N/A
3	2015-03-18	买入	4.60	N/A
4	2015-04-29	买入	6.04	N/A
5	2015-08-10	买入	4.04	N/A
6	2016-01-12	买入	3.17	N/A

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD