

评级: 买入 维持评级

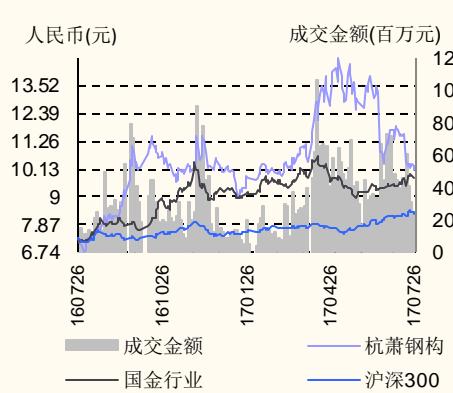
公司研究

 市场价格(人民币): 10.12元
 目标价格(人民币): 14.00-15.00元

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)	1,256.53
总市值(百万元)	13,906.12
年内股价最高最低(元)	14.62/6.74
沪深300指数	3705.39
上证指数	3247.67



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.149	0.424	0.579	0.789	0.981
每股净资产(元)	2.05	2.05	2.74	3.71	4.93
每股经营性现金流(元)	0.12	1.19	0.59	0.24	0.51
市盈率(倍)	82.60	23.67	17.47	12.82	10.31
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	103.37%	272.38%	77.38%	36.26%	24.32%
净资产收益率(%)	7.28%	20.69%	27.45%	27.66%	25.90%
总股本(百万股)	809.26	1,057.15	1,374.12	1,374.12	1,374.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **技术授权模式旨在构建产业联盟, 抢占市场是核心:** 1) 市场担心公司技术成为国家标准之后, 公司丧失专利权以及未来的技术授权费, 现目前国家已出台“有偿使用专利”, 专利权与技术授权费政策面有保障; 2) 市场担心相较竞争企业, 公司技术授权费较高未来恐有挤出风险, 技术授权费的核心不在于“费”用价格, 而在于“技术”本身, “技术”广受认可之下价格由市场决定无需担心未来挤出风险, 同时公司成本控制更佳, 成本只有传统钢结构成本的85%-90%, 市场吸引力较大; 3) 市场质疑公司技术授权订单放缓或因遭遇天花板, 实际上公司凭借前期合资企业盈利之后形成宣示效应后续自然会有新企业陆续跟进, 同时技术授权模式的天花板取决于钢结构市场容量, 政策保障+安全性能突出之下, 钢结构市场广阔, 技术授权模式未来空间巨大; 4) 市场质疑公司收取技术授权费用模式不具备长期性, 实际上一切盈利模式以市场占有率为前提, 公司借用技术授权模式与地方优质企业构建“装配式钢结构建筑联盟”, 后续可收取合作商每平米5元的费用/获取合资钢构厂的投资收益/通过进行产业链合作重组重构获利, 只要公司将市场站住, 未来长期盈利模式是动态可调的; 5) 市场担心未来合作方出现施工问题影响公司整体品牌, 建筑工程多方利益制衡+工程巡检保障合作方施工质量。
- **钢结构优势突出, “15%”硬指标之下竞标无忧:** 1) 市场担心其他装配式建筑对钢结构的挤出效应, 实际上木结构偏小型, PC最高抗震强度不及钢结构、装配速度较慢、成本更高 (①运输半径小, ②建厂前期投入大: 同等产能下PC结构所需厂房面积更大), 钢结构优势突出; 2) 市场担心钢结构成本较高竞标报价导致竞争力不强, ①钢结构需综合考虑工期、人力成本, 政府补贴, 考虑综合造价仍有竞争力; ②“15%”政策硬指标约束之下, 采用钢结构承接项目是必然, 成本已然不是问题; ③以江苏为例, 装配式建筑可采用邀标形式, 竞争范围有限; ④相较于其他装配式建筑, 钢结构优势突出中标无忧。
- **合资厂项目充足运行良好消除市场担心:** 市场担心合资厂运行情况, ①从政策面来看, 连云港市一年建筑面积达1500万平米, 目前合资厂在市内尚无其他竞争对手, 只考虑地方政府“20%”的硬指标合资厂一年可承接面积达

黄俊伟 分析师SAC执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

石人望 联系人
 shirenwang@gjzq.com.cn

300 万平米，而且地方政府要求公建必须全部使用装配式建筑，空间巨大；
②从实际情况来看，目前合资厂在手项目充足产能不足，拟于今年下半年扩建生产线。

- **中报业绩兑现确定性强，业绩保障之下安全边际高：**1) 人口结构变化之下，建筑工业化大势所趋，预计 2020 年装配式建筑规模达万亿，钢结构优点突出，在装配式建筑板块中最为受益；2) 公司上半年累计签订技术授权协议共 18 单收取资源使用费 6.43 亿，按照 90%的毛利率计算（2016 年报数据），上半年 6.43 亿技术授权收入可贡献 5.79 亿毛利润，去年中报净利润 2.22 亿，中报业绩兑现确定性强；3) 考虑公司技术授权模式落地、盈利模式有保障，我们上调公司盈利预测，预计公司 2017 年归母净利润达 8 亿元，公司目前市值 139 亿元，对应 PE 仅 17 倍，安全边际高。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 14-15 元目标价位，对应 17 年 PE 估值为 24-26 倍。

风险

- 政策推动不达预期风险、技术比较优势削弱、钢结构市场推广以及新商业模式进展不达预期风险。

内容目录

一、合资厂项目顺利开展，第三代钢管束优势诸多	4
二、钢结构优势突出中标无忧，合资厂运行良好在手项目充足	6
超预期 1.合资厂之项目中标解读：钢结构优势突出，项目中标无忧	6
超预期 2.合资厂之运行情况解读：地方政策保障空间大，合资公司运行良好在手项目充足	6
三、技术授权模式旨在构建产业联盟，抢占市场是重点	6
超预期 3.技术授权模式之费用解读：技术授权模式费用有保障，市场定价“价高不贵”	7
超预期 4.技术授权模式之空间解读：前期企业盈利宣示效应+钢结构市场广阔，未来空间巨大	7
超预期 5.技术授权模式之长期盈利解读：抢占市场是关键，后续盈利模式多样可调	8
超预期 6.技术授权模式之合作方工程质量保障解读：内外保障合作方施工质量	9
四、盈利预测	11

图表目录

图表 1：安置房钢管束项目	4
图表 2：钢管束组合结构和传统钢筋混凝土结构优劣对比	4
图表 3：钢管束占地少	5
图表 4：L型钢管束厚度小，得房率高	5
图表 5：钢管束厚度小（5mm）、自重轻	5
图表 6：夹层海绵隔音保温	5
图表 7：钢结构安全性更佳、装配速度更快、成本更低	5
图表 8：合资厂发展良好，项目充足产能不足拟扩建	6
图表 9：技术授权模式未来空间广阔	8
图表 10：技术授权模式的形式与实质	9
图表 11：实际情况化解市场质疑，远超预期	9
图表 12：公司技术授权订单汇总	10
图表 13：预计公司 2017/2018/2019 年归母净利润达 8/11/13 亿元	11

一、合资厂项目顺利开展，第三代钢管束优势诸多

- **合作方实力雄厚，项目顺利开展：**合作方江苏万年达建设集团于 1993 年成立，地处连云港市，主营建筑、地产开发等业务，2016 年万年达建筑产值达 40 亿元，地产开发量为 40-50 万平米，合作方实力雄厚。万年达于 2016 年 6 月 30 日与杭萧钢构签订合作协议，2016 年 12 月投产，在手项目开展顺利。

图表 1：安置房钢管束项目开展顺利



来源：国金证券研究所

- **相较传统钢筋混凝土结构，第三代钢管束优势突出：**第三代钢管束技术是一种钢管束和钢板混凝土组合剪力墙结构体系，作为新型的钢与混凝土组合结构，较好的发挥钢材轻质高强、混凝土刚度大的优点，具备自重轻、得房率高、安全性高、保温隔热、绿色环保等优势。

图表 2：钢管束组合结构和传统钢筋混凝土结构优劣对比

	钢管束组合结构	传统钢筋混凝土结构
自重	自重轻	自重大
墙面厚度与得房率	墙面厚度小，得房率高（比传统形式增加 8%），空间通透，布置灵活	墙面厚度大，梁跨度小，空间小，结构耗用面积大，得房率低
安全性能	抗震性能好，防火、防盗能力强，安全可靠	抗震性能差，防火、防盗能力差
保温隔热	保温隔热，节约能源，节省日常开销	保温隔热能力差，日常开销大
绿色环保	资源循环利用率高，绿色环保	材料不可回收，造成浪费
施工情况	产业化程度高，施工速度快，建设周期短（工期比传统方式减少 1/3），显著降低施工成本	传统作业方式施工速度缓慢，需要大量劳动力，效率低下
施工现场	施工占地少，能耗少，减少了粉尘、污水、噪声对环境的污染	施工占地多，能耗多，粉尘、污水、噪声污染大

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 3: 钢管束占地少



来源：国金证券研究所

图表 4: L 型钢管束厚度小, 得房率高



来源：国金证券研究所

图表 5: 钢管束厚度小 (5mm)、自重轻



来源：国金证券研究所

图表 6: 夹层海绵隔音保温



来源：国金证券研究所

- 相较 PC 结构, 钢结构安全性更佳+装配速度更快+成本更低: 1) 钢结构抗震强度更高, 最高可达 9 级, PC 结构抗震性能最高达 8 级, 2) PC 结构装配速度较慢, 3) 根据我们的调研了解, PC 结构成本更高, 一是由于 PC 结构运输半径较小, 二是由于 PC 结构前期建厂投入较大, 同等产能下 PC 结构所需厂房面积更大。

图表 7: 钢结构安全性更佳、装配速度更快、成本更低

钢结构	PC 结构
抗震强度	<=8 级
装配速度	较慢
成本	较大

来源：国金证券研究所

二、钢结构优势突出中标无忧，合资公司运行良好在手项目充足

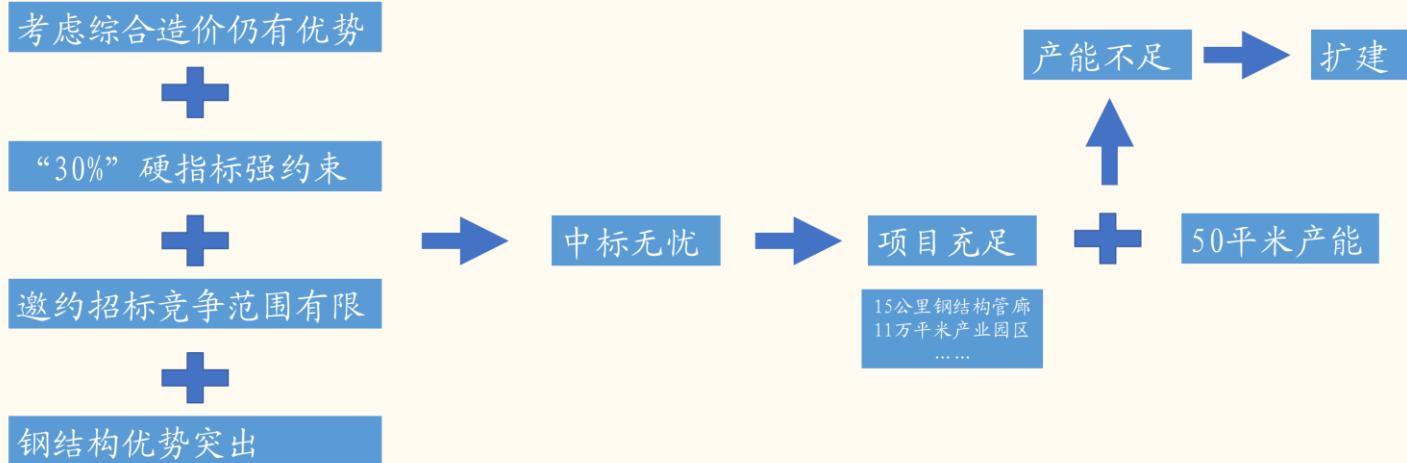
超预期 1.合资公司之项目中标解读：钢结构优势突出，项目中标无忧

- 质疑 1. 由于钢价较高，钢结构竞标报价较高竞争力不强，或因让利竞标导致利润压缩。
- 政策保障+邀标模式之下，钢结构优势突出中标无忧：1) 钢结构直接造价较高，但是综合考虑工期、人力成本，政府补贴，钢结构在价格上仍有竞争力；2) 相较于非装配式建筑，钢结构成本略高，但地方政策要求 2020 年前连云港市装配式建筑占比需达 20%，政策约束之下，成本已然不是问题；3) 目前江苏省政策是装配式建筑可采用邀标，且目前连云港市只有江苏万年达杭萧钢构有限公司一家做装配式建筑，另外有一家连云港城投做 PC 业务，目前尚未投产，并不构成竞争，合资公司目前尚无竞争对手，毛利率较高，利润空间有保障，未来其他装配式建筑进入竞争，可能存在一定让利，公司第三代钢管束具备自重轻、厚度薄、保温隔热等优势，优势突出，中标无忧。

超预期 2.合资公司之运行情况解读：地方政策保障空间大，合资公司运行良好在手项目充足

- 质疑 2. 合资公司运行情况不佳。
- 政策保障空间大+尚无竞争对手保障公司项目无忧：连云港一年建筑面积达 1500 万平米，“20%”的政策约束之下，装配式建筑市场空间可观，并且公共建筑必须都使用装配式建筑，装配式建筑空间巨大，且公司目前尚无竞争对手，合资公司一家独大且未来其他企业进入装配式建筑市场之际合资公司仍有先发优势。
- 在手项目充足，产能不足下半年进行扩建：万年达于 2016 年 6 月 30 日与杭萧钢构签订合作协议，于 2016 年 12 月投产，目前只有一条生产线，一条线产能为 50 万平米，每平米用钢量约为 80 公斤，每年用钢量为 4 万吨。目前在手项目多产能不足今年生产线 24 小时全负荷生产，今年下半年进行扩建。储备项目包括 15 公里地上钢结构管廊项目、11 万平米产业园区。

图表 8：合资公司发展良好，项目充足产能不足拟扩建



来源：国金证券研究所

三、技术授权模式旨在构建产业联盟，抢占市场是重点

- 公司 2014 年开启技术授权模式，目前公司技术授权模式 57 起，57 家合作方均为区域性优势企业，与当地地方政府的关系良好，已有 12 家合作企业投产，万年达、重庆跃龙、陕西建工、河北钢山，济南东城等合资公司都运行良好。

超预期 3.技术授权模式之费用解读：技术授权模式费用有保障，市场定价“价高不贵”

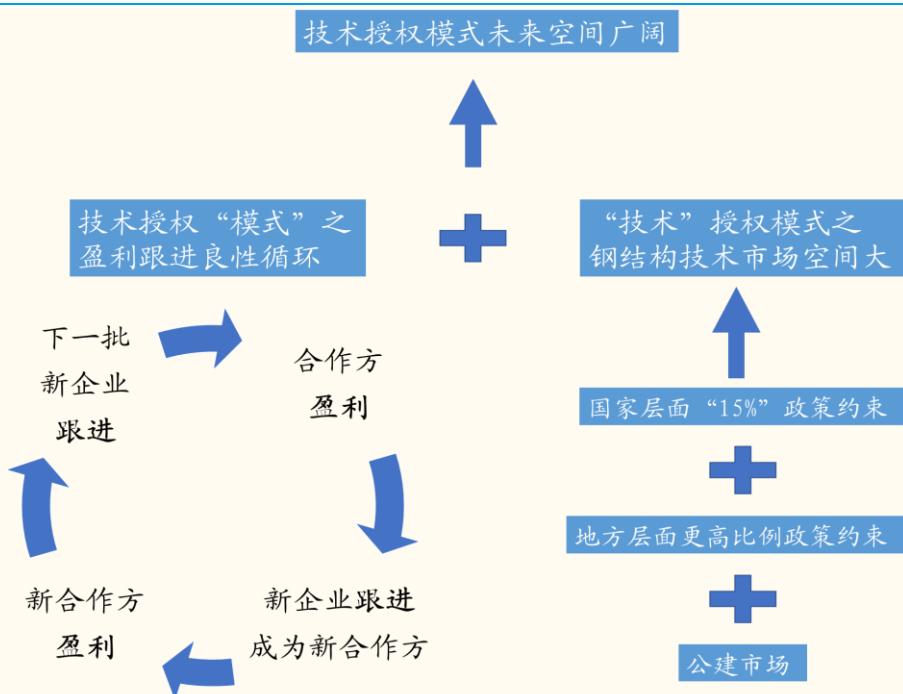
- **质疑 3.1** 公司技术成为国家标准之后，公司丧失专利权及未来技术授权费。
- **专利与技术授权费政策面有保障：**目前国家知识产权局、建设部已出台“有偿使用专利”相关文件，未来技术授权费政策有政策保障。
- **质疑 3.2** 相较竞争企业，公司技术授权费收取较高，未来恐有挤出风险。
- **依托核心技术，授权费“价高不贵”：**1) 技术授权费的核心不在于“费”用价格，而在于“技术”本身，技术的价值是由客户自己判断，技术的价格是市场决定的。公司第三代钢管束技术占领市场领先地位，以核心技术为依托，技术授权费物有所值、“价高不贵”，无需担心未来挤出风险；2) 通过对江苏万年达的调研，我们了解到公司成本控制较好，成本只有传统钢结构的 85%-90%。

超预期 4.技术授权模式之空间解读：前期企业盈利宣示效应+钢结构市场广阔，未来空间巨大

- **质疑 4.技术授权协议放缓或因遭遇天花板：**公司 2017 年上半年累计签订技术授权协议共 18 单，其中 1-6 月份分别签订 1/1/5/5/2/4 单，截止 7 月 24 日，公司 7 月尚未公告新签技术授权协议，市场质疑公司技术授权模式放缓或因遭遇天花板。

前期企业盈利宣示效应促进+钢结构市场广阔，技术授权模式未来空间巨大：1) 从技术授权“模式”来看，模式的推广势必需要一个过程，当前期优质合资企业盈利之后，形成了良好的宣示效应之后，后续会有新一批企业陆续跟进成为新的合作方，新合作方盈利之后又会吸引其他企业，形成良性循环；2) 从授权模式依托的“技术”来看，技术授权模式空间取决于钢结构市场容量，从钢结构住宅来看：我国一年新开工房屋面积在 15-20 亿平米左右，根据住建部今年 3 月份发布的《“十三五”装配式建筑行动方案》，到 2020 年，全国装配式建筑要达到新建建筑比例的 15% 以上，假设钢结构凭借自身优势在装配式建筑中占比 50%，钢结构住宅市场空间达 1.1-1.5 亿平米市场，而且此处只考虑了“15%”的国家层面政策硬约束，未考虑各地方政府层面的政策约束，例如北京、江苏、江西等地地方政府要求，到 2020 年，装配式建筑占新建建筑比例达 30%，考虑公建市场，钢结构未来前景广阔。

图表 9：技术授权模式未来空间广阔

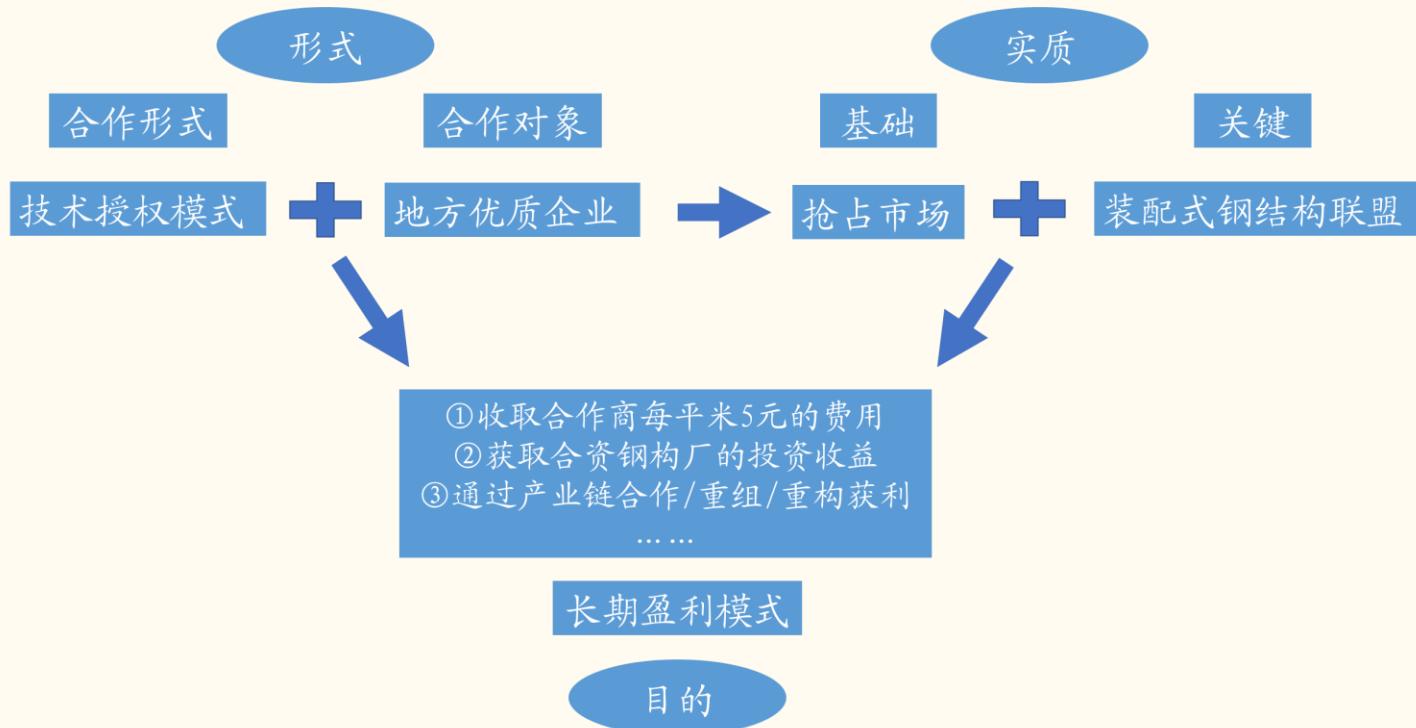


来源：国金证券研究所

超预期 5.技术授权模式之长期盈利解读：抢占市场是关键，后续盈利模式多样可调

- 质疑 5. 收取技术授权费盈利模式可持续性不佳：公司借助收取技术授权费营收净利短期内得到迅猛增长，但长期来看，收取技术授权费的盈利模式不过是“一锤子买卖”，可持续性不佳，长期难以为继。
- 抢占市场+构建钢结构联盟为长期盈利打下基础，后续盈利模式多样可调：通过我们的调研了解，收取技术授权费只是公司初期盈利模式。公司借助技术授权模式旨在与地方优质企业合作，其实质为抢占市场+构建装配式钢结构联盟，抢占市场是后续长期盈利的基础，与其他优质企业缔结联盟打造新产业链为公司拓宽行业边际打开增量市场打下基础，后续盈利模式多样化，包括收取合作商每平米 5 元的费用、获取合资钢构厂的投资收益、通过产业链合作/重组/重构获利等盈利模式，前景不可估量，绝非仅是依靠“收取技术授权费”。

图表 10：技术授权模式的形式与实质



来源：国金证券研究所

超预期 6. 技术授权模式之合作方工程质量保障解读：内外保障合作方施工质量

- **质疑 6：**市场担心未来合作方出现施工问题影响公司整体品牌。
- **多方利益制衡+工程巡检保障合作方施工质量：**1) 一方面由于建筑行业属性决定了其较长的流程（涉及设计、规划、建设、运营）以及多方参与（包括生产方、施工方、验收方、经营方），环环相扣，每一环都有相应的负责人介入，多方利益博弈之下，把施工出现问题的风险大大降低，2) 公司会进行工程巡检保障工程质量。

图表 11：实际情况化解市场质疑，远超预期



来源：国金证券研究所

图表 12：公司技术授权订单汇总

公告日期	合作方	资源使用费	
		固定费用 (亿元)	浮动费用 (元/平方米)
2014/9/10	河北世人美石房地产开发有限公司	0.4	5
2015/3/17	呼图壁县文汇房地产开发有限公司	0.4	5
2015/7/2	福建一建集团有限公司	0.3	8
2015/7/17	河北钢山房地产开发集团有限公司	0.3	5
2015/8/24	江苏巨业建设集团有限公司	0.36	6
2015/8/27	兰考中鑫钢构建设投资有限公司	0.3	5
2015/9/1	四川瑞泽地产集团有限责任公司	0.35	5
2015/9/21	河南富春建设工程有限公司	0.35	5
2015/9/24	章丘市第二建筑安装(集团)有限责任公司	0.35	5
2015/12/5	四川华泰建设有限责任公司	0.35	5
2016/1/29	湖北武钢雅苑钢结构建设有限公司	0.3	5
2016/2/3	山东北新汇隆集成房屋有限公司	0.35	5
2016/2/5	西部矿业集团有限公司	0.3	5
2016/2/26	韩城市经济技术开发区建设投资有限公司	0.35	5
2016/4/11	山东蓬建建工集团有限公司	0.4	5
2016/4/23	湖北麻一建设有限公司	0.3	5
2016/4/27	安徽天筑建设(集团)有限公司	0.3	5
2016/5/9	安徽石强新型材料有限公司	0.4	5
2016/5/19	重庆跃龙钢构股份有限公司	0.4	5
2016/5/30	贵州跃龙钢结构有限公司	0.3	5
2016/7/1	江苏万年达金属制品有限公司	0.3	5
2016/7/1	大同泰瑞集团建设有限公司	0.3	5
2016/8/19	宣化钢铁集团有限责任公司	0.35	5
2016/9/2	甘肃嘉洪钢结构工程有限公司	0.3	5
2016/9/10	新疆维泰开发建设(集团)股份有限公司	0.35	5
2016/9/20	东营邦润新材料有限公司	0.32	8
2016/9/27	河南省平萧建设工程有限公司	0.3	5
2016/9/29	湖北华林建设工程集团有限公司	0.35	5
2016/10/10	商丘市鑫佳房地产开发有限公司	0.3	5
2016/10/31	贵州盛红科技有限责任公司	0.3	5
2016/10/31	巴中市华兴实业有限公司	0.35	5
2016/10/31	于都县华强水泥制品有限公司	0.3	6
2016/11/11	安徽耀博建设工程有限公司	0.35	6
2016/11/26	烟台胜润置业有限公司	0.35	5
2016/11/28	山东蓬建建工集团有限公司	0.51	5
2016/12/1	淮安市中天钢构有限公司	0.35	5
2016/12/1	赤峰北奔重汽威龙专用车有限公司	0.35	6
2016/12/16	南昌县城市建设投资发展有限公司 /江西众诚绿建科技有限公司	0.35	5
2016/12/21	宁夏远高新能源装备制造有限公司	0.3	6
2017/1/24	绵阳宏达资产投资经营(集团)有限公司	0.35	5
2017/2/21	江西鑫邦实业集团有限公司	0.3	5
2017/3/1	安徽省民和置业有限公司	0.35	5
2017/3/7	玉溪市宇城钢结构有限公司	0.35	5
2017/3/17	武汉东方建设集团有限公司	0.4	5
2017/4/1	洛南县德星农业综合扶贫开发投资有限责任公司	0.35	5
2017/4/1	梅州市冠华装配建筑有限公司	0.35	5
2017/4/15	福建六建集团有限公司	0.4	5

2017/4/20	南宁智胤房地产投资有限公司	0.4	5
2017/4/21	湖北荆门城建集团有限公司	0.38	5
2017/4/29	邢台日盛房地产开发有限公司	0.35	5
2017/4/29	江苏恒健建设集团有限公司	0.35	5
2017/5/22	天保房地产开发有限公司	0.35	5
2017/5/27	江西铭辉筑建科技有限公司	0.35	5
2017/6/2	湖南中天建设集团股份有限公司	0.35	5
2017/6/2	青岛即建和方绿色建筑科技有限公司	0.35	5
2017/6/23	江苏千禧装配式建筑科技有限公司	0.35	5
2017/7/1	济宁宜居建威置业有限公司	0.35	5

来源：公司公告、国金证券研究所

四、盈利预测

- **预计公司 2017 年归母净利达 8 亿：**1) 考虑公司 2017 年上半年签约技术授权协议 18 单共收取技术授权费 6.43 亿元，2016 年公司上下半年签约技术授权协议分别为 10/19 单，保守估计公司 2017 年共将签约技术授权协议 40 单，2018/2019 年签约技术授权协议共 55/70 单，假设每单技术授权协议收取技术授权费 0.35 亿元，则 2017/2018/2019 年技术授权模式贡献营收 14/19/25 亿元；2) 根据调研了解公司今年传统业务有回暖迹象，叠加公司中标 6.4 亿棚改 EPC 项目，预计公司今年传统主业回暖，考虑高层钢结构技术壁垒更高，假设 2017/2018/2019 年高层钢结构营收同比增长 20%，轻型钢结构同比增长 10%；3) 保守估计地产销售业务、建材产品等业务营收成本与去年持平；4) 假设费用数据与去年持平，预计公司 2017/2018/2019 年营收分别为 52/63/75 亿元，归母净利为 8/11/13 亿元。

图表 13：预计公司 2017/2018/2019 年归母净利达 8/11/13 亿元

	2016	2017E	2018E	2019E	
技术授权模式	960	1,400	1,925	2,450	考虑：钢结构市场空间巨大，合资公司盈利带来宣示效应之下吸引更多地方优质企业参与技术授权模式 参考历史数据
毛利率	90%	90%	90%	90%	
多高层钢结构	1,719	2,062	2,475	2,970	考虑传统主业回暖，同比增长 20%
毛利率	13%	13%	12%	11%	考虑竞争加剧，毛利率下降
轻型钢结构	793	872	1,047	1,256	考虑传统主业回暖，同比增长 10%
毛利率	7%	7%	6%	5%	考虑竞争加剧，毛利率下降
其他业务	867	867	867	867	参考历史数据
毛利率	14%	14%	14%	14%	参考历史数据
营业收入	4,338	5202	6,314	7,543	
综合毛利率	29.1%	33.1%	35.4%	36.3%	
营业税金占比	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%	参考历史数据
销售费用占比	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	参考历史数据
管理费用占比	11.2%	11.4%	11.8%	12.0%	参考历史数据
净利润/利润总额	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%	参考历史数据
归母净利润（亿元）	4.49	7.96	10.85	13.48	

来源：wind、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,933	3,786	4,339	5,212	6,338	7,568
增长率	-3.7%	14.6%	20.1%	21.6%	19.4%	
主营业务成本	-3,277	-2,896	-3,075	-3,486	-4,096	-4,823
%销售收入	83.3%	76.5%	70.9%	66.9%	64.6%	63.7%
毛利	656	890	1,263	1,726	2,242	2,745
%销售收入	16.7%	23.5%	29.1%	33.1%	35.4%	36.3%
营业税金及附加	-56	-75	-56	-26	-32	-38
%销售收入	1.4%	2.0%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-81	-78	-70	-89	-108	-129
%销售收入	2.1%	2.1%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-291	-417	-485	-594	-748	-908
%销售收入	7.4%	11.0%	11.2%	11.4%	11.8%	12.0%
息税前利润(EBIT)	227	321	653	1,018	1,354	1,670
%销售收入	5.8%	8.5%	15.1%	19.5%	21.4%	22.1%
财务费用	-126	-123	-83	-40	-24	-7
%销售收入	3.2%	3.3%	1.9%	0.8%	0.4%	0.1%
资产减值损失	-31	-32	-61	-10	-4	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-4	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	70	165	506	968	1,326	1,658
营业利润率	1.8%	4.3%	11.7%	18.6%	20.9%	21.9%
营业外收支	24	17	26	22	15	4
税前利润	93	181	532	990	1,341	1,662
利润率	2.4%	4.8%	12.3%	19.0%	21.2%	22.0%
所得税	-20	-38	-92	-171	-231	-287
所得税率	21.1%	20.8%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
净利润	74	144	440	819	1,110	1,375
少数股东损益	14	23	-9	23	25	27
归属于母公司的净利润	59	121	449	796	1,085	1,348
净利率	1.5%	3.2%	10.3%	15.3%	17.1%	17.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	74	144	440	819	1,110	1,375
非现金支出	146	142	158	114	106	104
非经营收益	119	148	90	40	26	21
营运资金变动	-568	-340	566	-355	-989	-957
经营活动现金净流	-230	94	1,254	619	253	543
资本开支	-32	-27	-46	10	-38	47
投资	-3	-38	-152	-28	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-34	-65	-198	-18	-38	47
股权募资	339	361	17	0	0	0
债权募资	127	-58	-678	-308	-199	-302
其他	-166	-122	-245	-118	-105	-89
筹资活动现金净流	300	181	-906	-426	-304	-391
现金净流量	36	210	150	175	-89	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	583	647	694	869	780	980
应收账款	888	1,131	1,185	1,132	1,535	2,044
存货	3,921	3,448	3,151	4,202	5,050	6,078
其他流动资产	140	166	86	40	210	157
流动资产	5,531	5,391	5,116	6,243	7,575	9,259
%总资产	84.6%	83.9%	81.5%	85.2%	88.0%	91.2%
长期投资	3	65	214	242	241	241
固定资产	764	753	738	636	580	431
%总资产	11.7%	11.7%	11.8%	8.7%	6.7%	4.2%
无形资产	132	128	122	130	137	145
非流动资产	1,004	1,032	1,159	1,087	1,038	896
%总资产	15.4%	16.1%	18.5%	14.8%	12.0%	8.8%
资产总计	6,535	6,423	6,275	7,330	8,612	10,155
短期借款	1,799	1,496	899	653	462	159
应付款项	2,913	2,482	2,741	3,300	3,796	4,204
其他流动负债	151	348	214	264	204	327
流动负债	4,863	4,325	3,855	4,217	4,461	4,690
长期贷款	74	30	71	71	71	72
其他长期负债	15	73	69	8	0	0
负债	4,951	4,428	3,995	4,295	4,531	4,761
普通股股东权益	1,173	1,656	2,169	2,900	3,921	5,206
少数股东权益	411	339	112	135	160	187
负债股东权益合计	6,535	6,423	6,275	7,330	8,612	10,155

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.107	0.149	0.424	0.579	0.789	0.981
每股净资产	2.120	2.047	2.052	2.744	3.711	4.927
每股经营现金净流	-0.416	0.116	1.187	0.586	0.239	0.514
每股股利	0.000	0.000	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	5.05%	7.28%	20.69%	27.45%	27.66%	25.90%
总资产收益率	0.91%	1.88%	7.15%	10.86%	12.59%	13.28%
投入资本收益率	5.17%	7.22%	16.62%	22.40%	24.29%	24.58%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.03%	-3.72%	14.58%	20.14%	21.59%	19.41%
EBIT增长率	6.47%	41.49%	103.52%	55.82%	33.11%	23.32%
净利润增长率	32.95%	103.37%	272.38%	77.38%	36.26%	24.32%
总资产增长率	5.39%	-1.72%	-2.30%	16.81%	17.50%	17.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.3	86.1	86.2	70.0	80.0	90.0
存货周转天数	430.4	464.4	391.6	440.0	450.0	460.0
应付账款周转天数	132.4	149.9	149.1	155.0	150.0	140.0
固定资产周转天数	67.2	71.9	60.8	42.4	28.0	17.6
偿债能力						
净负债/股东权益	81.39%	44.09%	12.12%	-4.81%	-6.07%	-13.90%
EBIT利息保障倍数	1.8	2.6	7.9	25.6	55.5	235.8
资产负债率	75.75%	68.94%	63.66%	58.60%	52.61%	46.89%

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	4	4	4	5
增持	0	1	1	1	2
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.50	1.50	1.50	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-12	买入	12.84	16.60~19.00
2	2017-05-02	买入	14.03	16.60~19.00
3	2017-05-24	买入	12.53	16.60~19.00
4	2017-06-02	买入	12.58	16.60~19.00
5	2017-07-03	买入	15.26	16.60~19.00

来源：国金证券研究所

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


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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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