



新钢股份(600782.SH)

【联讯中小盘】新钢股份：改革前行，看好 18 年业绩增量

2018 年 04 月 09 日

投资要点

增持(首次评级)

当前价：5.84 元

目标价：7.91 元

分析师：王风华

执业编号：S0300516060001

电话：

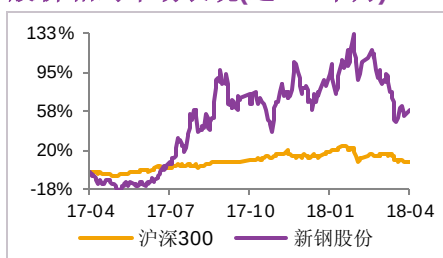
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：徐鸿飞

电话：010-66235689

邮箱：xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	49,967	50,912	51,021	51,094
(+/-)	64.0%	1.9%	0.2%	0.1%
归母净利润	3,111	3,604	3,612	3,534
(+/-)	518.5	15.9%	0.2%	-2.2%
EPS(元)	0.98	1.13	1.13	1.11
P/E	6	5	5	5

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

✧ 受益市场环境向好，2017 年营收大幅增长

2017 年，供给侧改革与去产能深化促使钢材市场主要品种价格大幅上涨，公司产销积极向好。公司完成生铁 868.87 万吨、钢 855.26 万吨、钢材坯 801.97 万吨。实现营业收入 499.67 亿元，同比增长 64.03%；归母净利润 31.11 亿元，同比增长 523.85%。创近年来新高。

✧ 2018 年我国将继续推进钢铁去产能，企业盈利预期确定性强

2018 年将是国家巩固去产能成果的关键一年，按照《政府工作报告》制定的工作目标，预计今年全年将执行钢铁去产能 3000 万吨。钢铁企业具备确定性的盈利预期。与 2017 年主要钢材价格大幅上升，毛利上升相比，2018 年的供求平衡将在 2017 年基础上进一步紧平衡，价格和毛利整体将大概率维持在较高水平；业绩增量将集中体现在 2018 年一、二季度，从而带动行业全年的盈利表现更好。

✧ 美对华出口钢铁加征关税，负面影响有限

自 2018 年 3 月 23 日起，美国将对从我国进口的钢铁产品加征 25% 关税，势必会对我国钢材出口产生一定负面影响。不过，国内市场环境在去产能的影响下持续向好，对重点钢企来说市场空间打开。贸易战对我国钢铁行业负面影响整体上是可控的。2017 年，公司来自国外收入 15.73 亿元，同比下降 39.36%，占总收入比重仅有 3.15%，对外依存度较低。

✧ 盈利预测与投资建议

我们预计：2018-2020 年，公司营业收入 509.12/510.21/510.94 亿元，归属于母公司净利润 36.04/36.12/35.34 亿元，对应 EPS 为 1.13/1.13/1.11 元。我们选取产品相近的钢铁企业作为可比公司。公司估值处于行业较低水平。参考行业平均 PE 水平，给予公司 2018 年 7xPE，目标价 7.91 元。首次覆盖，考虑到贸易战扩大可能产生的负面影响，给予“增持”评级。

✧ 风险提示

钢铁去产能进度不及预期，淘汰产能复产；钢材价格大幅下跌；铁矿石、焦炭等原材料价格剧烈波动；宏观经济波动风险；中美贸易摩擦规模进一步扩大；股东解禁减持。



投资案件

关键假设

按照公司 2018 年生产计划，将生产生铁 887 万吨、钢 872.2 万吨、钢材坯 835.6 万吨。截至 2017 年末，公司钢材库存 44.53 万吨。

盈利预测

2018-2020 年，公司营业收入 509.12/510.21/510.94 亿元，归属于母公司净利润 36.04/36.12/35.34 亿元，对应 EPS 为 1.13/1.13/1.11 元。

核心观点

2018 年，钢铁行业去产能目标在 3000 万吨左右，行业的竞争环境有望持续好转。美国对我国出口钢铁制品加征关税的确会对我国钢铁行业产生一定负面影响，但考虑到我国钢材出口逐年减少，且每年直接出口美国的钢铁产品金额占比较低，市场情绪不必过于悲观。2018 年钢铁企业盈利确定性较强，钢企全年的业绩增量将集中体现在 2018 年一、二季度，从而带动行业全年总体的盈利表现更好。

公司是江西重要的钢铁生产企业，2017 年营收和利润在行业整体向上的带动下，创下近年来的新高。从绩效来看，公司吨钢成本居上市公司中游水平，吨钢费用较低，盈利能力良好。且与同行业可比公司相比，公司处于较低的估值水平，具备上涨潜力。

股价催化剂

钢材价格大幅上涨；美国暂停加征关税

核心假设风险

钢材产销不及预期，产品价格大幅下跌，原材料价格大幅上涨



目 录

投资案件	2
关键假设	2
盈利预测	2
核心观点	2
股价催化剂	2
核心假设风险	2
一、江西省重点钢铁企业	5
（一）公司简介	5
（二）公司主营业务情况	6
二、行业机遇与挑战并存，企业盈利性较强	9
（一）2017 年，改革共振促钢铁行业持续向好	9
（二）2018 年钢铁行业面临的机遇与风险	10
1、行业机遇	10
2、行业风险	11
三、公司成本费用情况	13
四、盈利预测与估值	15
（一）盈利预测	15
（二）估值	16
五、风险提示	17

图表目录

图表 1： 公司股权结构	5
图表 2： 江西省重点钢企钢材产量（万吨）	6
图表 3： 2017 年各企业占江西省钢材总产量比重	6
图表 4： 主要产品产能与产量	6
图表 5： 主要产品营业收入	7
图表 6： 营业收入及同比增速（亿元）	7
图表 7： 归属于母公司净利润及同比增速（亿元）	7
图表 8： 主要产品毛利率	8
图表 9： 分地区公司收入情况（亿元）	8
图表 10： 粗钢、钢材产量及增速（亿吨）	9
图表 11： 粗钢、钢材表观消费量（亿吨）	9
图表 12： 螺纹钢	9
图表 13： 热轧板卷	9
图表 14： 冷轧板卷	10
图表 15： 普碳中板	10
图表 16： 黑色金属冶炼及压延加工业企业亏损面	10



图表 17: 黑色金属冶炼及压延加工业销售毛利率.....	10
图表 18: 螺纹钢吨钢毛利.....	11
图表 19: 热轧板卷吨钢毛利	11
图表 20: 冷轧板卷吨钢毛利	11
图表 21: 普碳中板吨钢毛利	11
图表 22: 我国对美国钢铁制品出口金额 (HS)	12
图表 23: 钢铁及钢铁制品出口金额 (HS) (亿美元)	12
图表 24: 我国钢材出口量及占总产量比重	12
图表 25: 公司来自国外收入及增速 (亿元)	13
图表 26: 定增投资项目	13
图表 27: 可比上市公司吨钢成本	13
图表 28: 可比上市公司三费比例	14
图表 29: 公司三费比例	14
图表 30: 收入与成本预测 (亿元)	15
图表 31: 可比公司 PE 比较 (截至 2018/4/4)	16
图表 32: PE Band 图.....	16
图表 33: PB Band 图.....	17
附录: 公司财务预测表 (百万元)	18

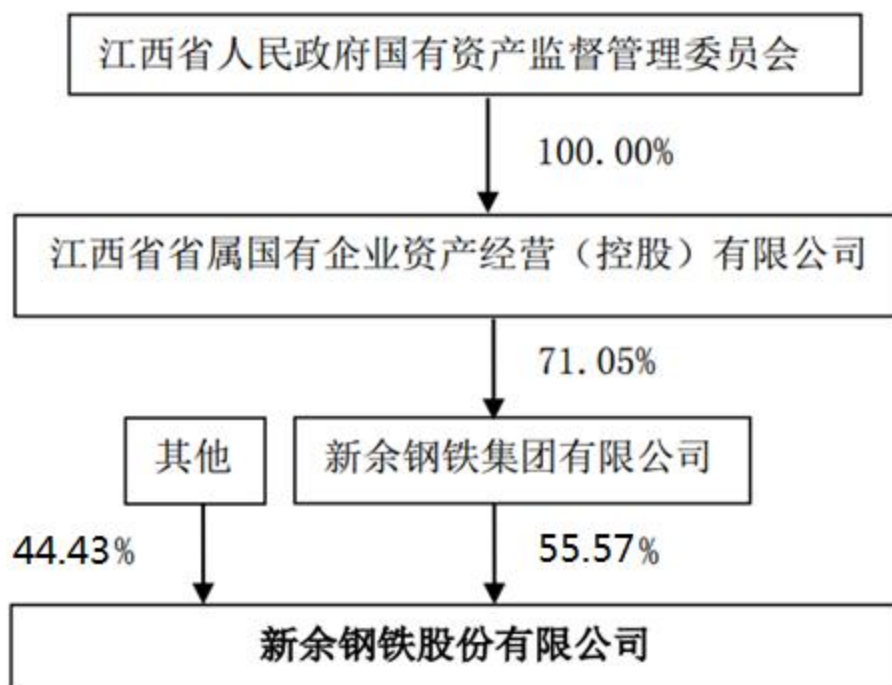


一、江西省重点钢铁企业

(一) 公司简介

公司于 1996 年在上海证券交易所上市。2007 年 11 月，公司完成了非公开发行 A 股股票，实现了控股股东新钢公司钢铁主业资产的整体上市。2009 年 12 月，新钢公司整合江西洪都钢厂有限公司和乌石山铁矿，更名为新余钢铁集团有限公司。2011 年 5 月，江西省国资委将江西省冶金集团公司持有的新钢集团省属国有股权无偿划转给江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司（江西国资）。江西省国资委持有江西国资 100% 的股权。划转后，江西国资持有新钢集团 73.88% 的股权。2015 年 3 月，江西国资将新钢集团持有的洪都钢厂股权无偿划转给江西大成国有资产经营管理有限责任公司，划转后，江西国资持有新钢集团 71.05% 的股权。截至 2017 年 12 月末，新钢集团持有公司 55.57% 的股权，江西省国资委为公司的实际控制人。

图表1： 公司股权结构

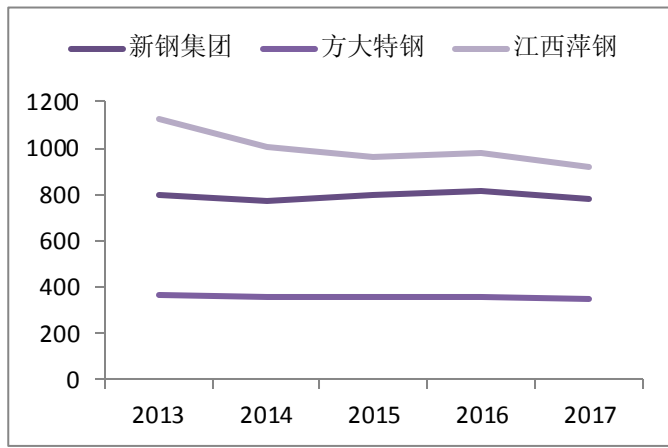


资料来源:公司公告, 联讯证券

公司是江西第二大钢材生产企业。根据中钢协统计，公司 2017 年合计生产钢材 781.22 万吨，占江西省全省钢材总产量 2524.44 万吨的 28.57%。

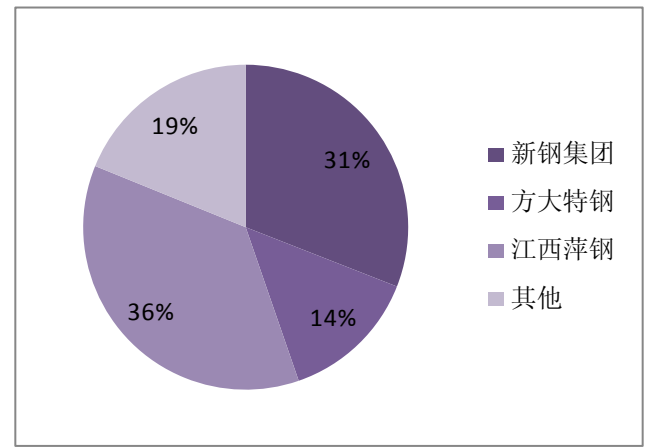


图表2：江西省重点钢企钢材产量（万吨）



资料来源：中钢协，联讯证券

图表3：2017 年各企业占江西省钢材总产量比重



资料来源：中钢协，统计局，联讯证券

公司主营业务为中厚板、热轧薄板、冷轧薄板、线棒材和金属制品的生产和销售。公司年产钢 1000 万吨，各种板材、线棒材年产能 875 万吨。其中，热轧薄板 300 万吨、中板 160 万吨、厚板 80 万吨、冷轧薄被 120 万吨、线材 75 万吨、棒材 140 万吨。

图表4：主要产品产能与产量

主要产品产能产量（万吨）	产能	2013	2014	2015	2016
热轧薄板	300	220.19	221.98	223.03	228.62
中板	160	124.73	125.42	106.25	99.33
厚板	80	113.55	121.1	119.75	117.94
冷轧薄板	120	110.24	117.87	123.95	115.3
线材	75	84.56	61.64	46.93	63.36
棒材	140	92.5	149.4	183.89	163.46
合计	875	745.77	797.41	803.8	788.01

资料来源：公司评级公告，联讯证券

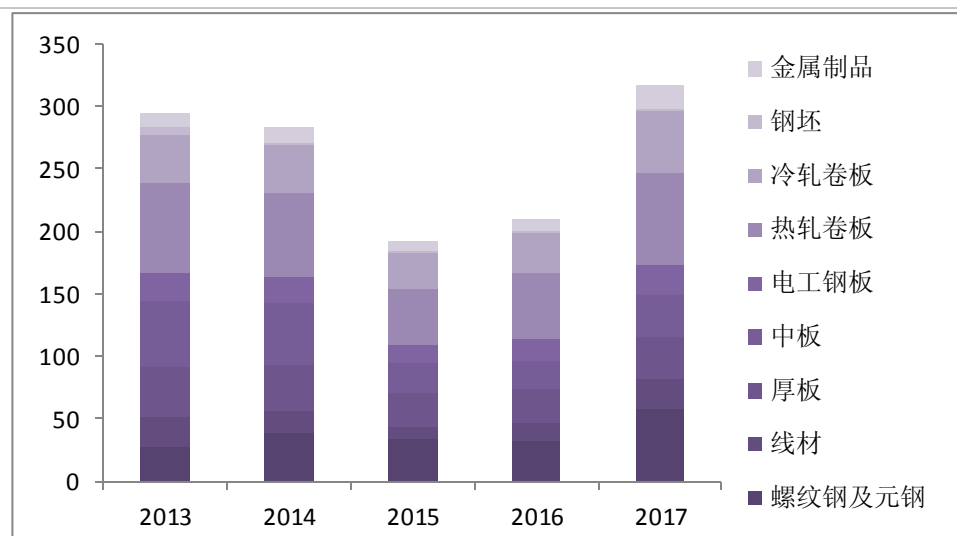
公司是国内中厚板骨干生产企业和江西省规模最大、品种规格最全的钢铁企业。公司产品主要定位于船舶、机械设备制造、钢结构、石油化工、电力、建筑、金属制品、家电、汽车、石油管线、压力容器、仪表等重点行业。公司是世界最大造船企业韩国现代重工的长期供应商，是世界最大混凝土机械制造商三一重工、世界知名高性能锅炉制造企业上海电气集团、世界知名核电设备制造企业东方锅炉集团的重要供应商，是巴西石油运输公司的战略合作伙伴。

（二）公司主营业务情况

受钢铁行业周期因素影响，公司营业收入在 2015 年达到低点。随着钢铁行业去产能，行业竞争环境大幅改善，营业收入在 2016-2017 年持续回升。热轧卷板、螺纹钢及元钢、冷轧卷板是公司钢材产品中的三大收入来源。



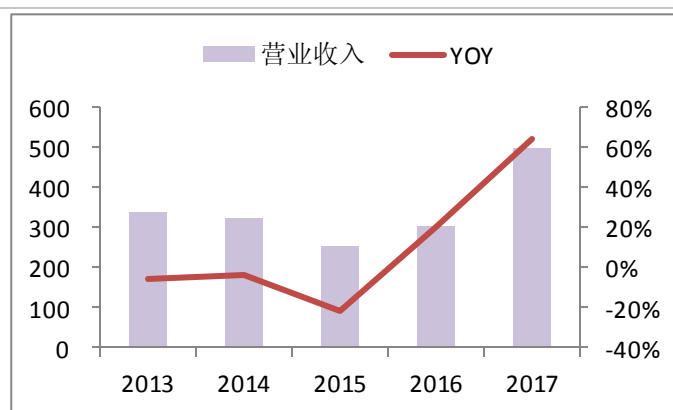
图表5：主要产品营业收入



资料来源:公司年报, 联讯证券

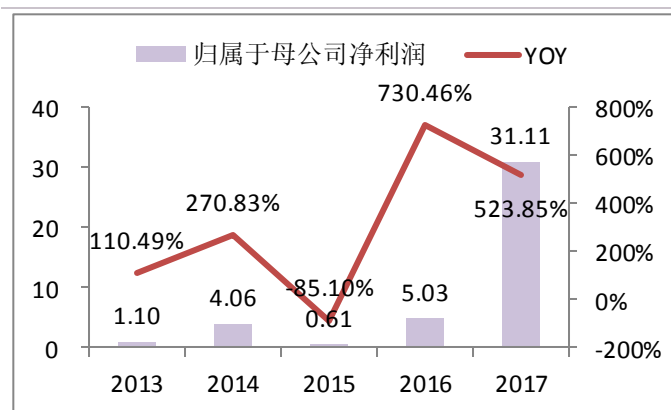
受益供给侧改革与去产能深化, 钢材市场价格大幅上涨, 公司产销积极向好。2017年, 公司完成生铁 868.87 万吨、钢 855.26 万吨、钢材坯 801.97 万吨。实现营业收入 499.67 亿元, 同比增长 64.03%; 归母净利润 31.11 亿元, 同比增长 523.85%。

图表6：营业收入及同比增速（亿元）



资料来源: Wind, 联讯证券

图表7：归属于母公司净利润及同比增速（亿元）

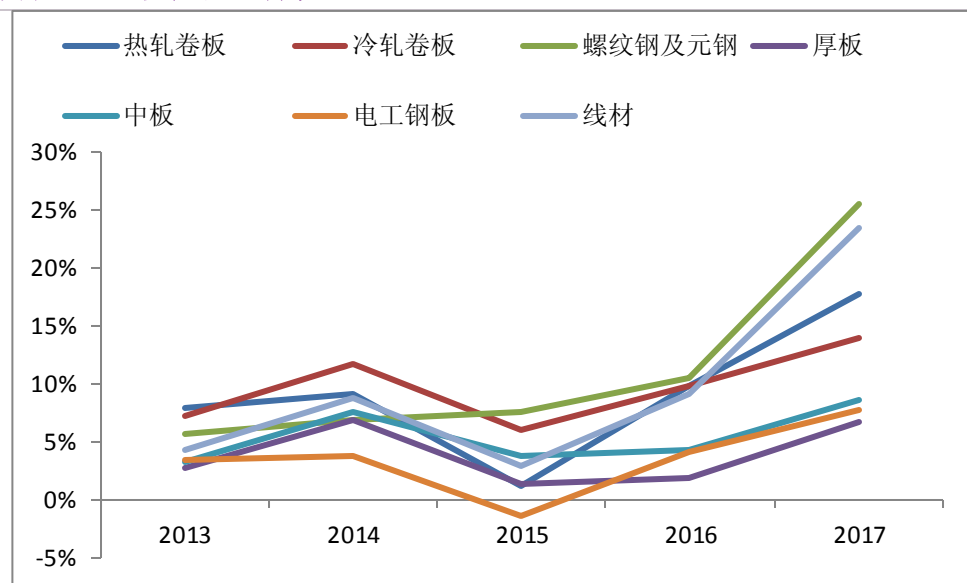


资料来源: Wind, 联讯证券

从近三年来毛利率变化来看, 各品种钢材毛利率逐年提升, 尤其是 2017 年, 螺纹钢、线材等品种毛利率都创出新高。



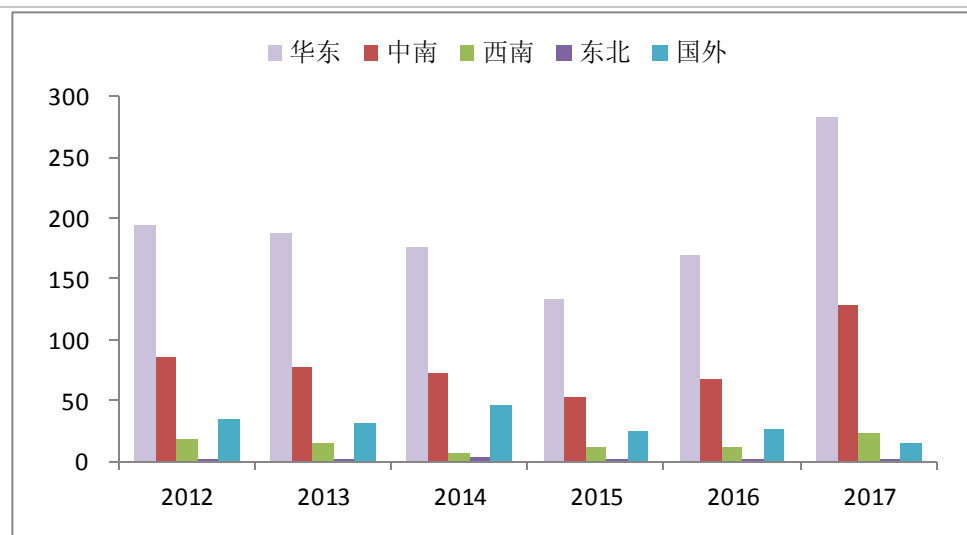
图表8：主要产品毛利率



资料来源:Wind，联讯证券

深耕华东市场，地区品牌比较优势突出。华东地区是我国重要的钢铁生产地区，对钢材需求量也较大。公司地处江西，销售半径可以覆盖华东、中南等主要市场区域。在华东地区销售收入占总收入 6 成，中南地区收入占比超 2 成。公司主要产品螺纹钢销售半径主要在江西省内，板材销售半径较大。2017 年，公司出口额减少至 15.73 亿元，国内市场占比进一步提升，其中，华东地区收入 282.44 亿元，占比 62%，中南地区收入 128.37 亿元，占比扩大至 28%。

图表9：分地区公司收入情况（亿元）



资料来源:Wind，联讯证券

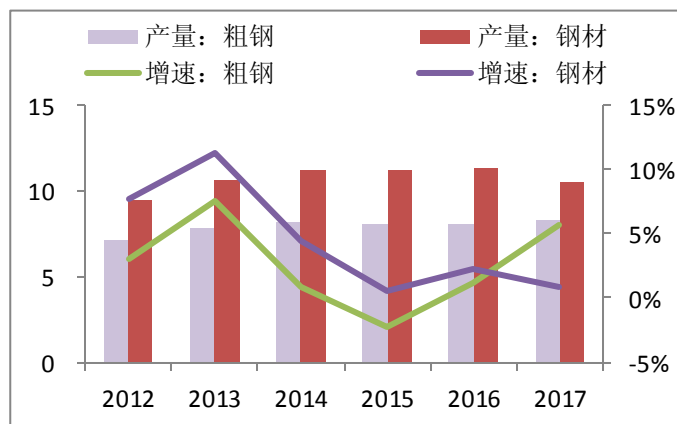


二、行业机遇与挑战并存，企业盈利性较强

(一) 2017 年，改革共振促钢铁行业持续向好

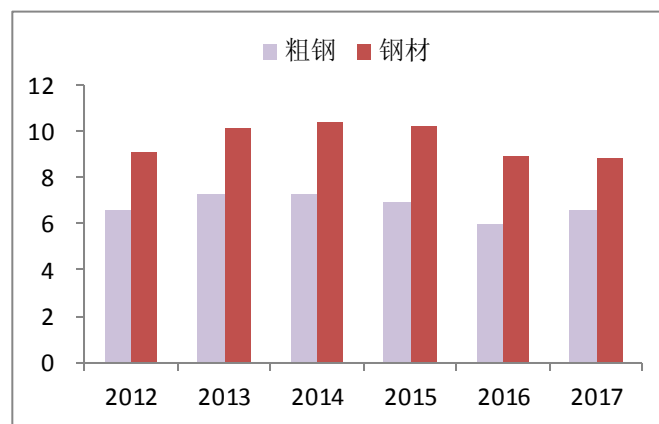
2017 年，供给侧改革、去产能、环保限产多个政策从根本上改变了钢铁行业供需格局。从总供给来看，我国 2017 年全年粗钢产量 8.32 亿吨，同比增长 5.7%；钢材总产量 10.48 亿吨，同比增长 0.8%。全国粗钢表观消费量 6.62 亿吨，钢材表观消费量 8.87 亿吨。

图表10： 粗钢、钢材产量及增速（亿吨）



资料来源：Wind，联讯证券

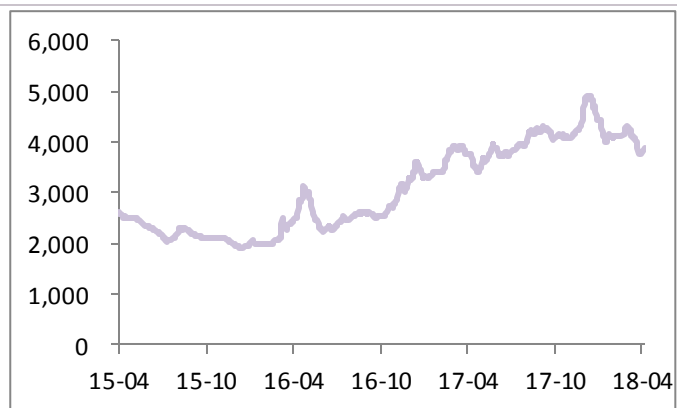
图表11： 粗钢、钢材表观消费量（亿吨）



资料来源：Wind，联讯证券

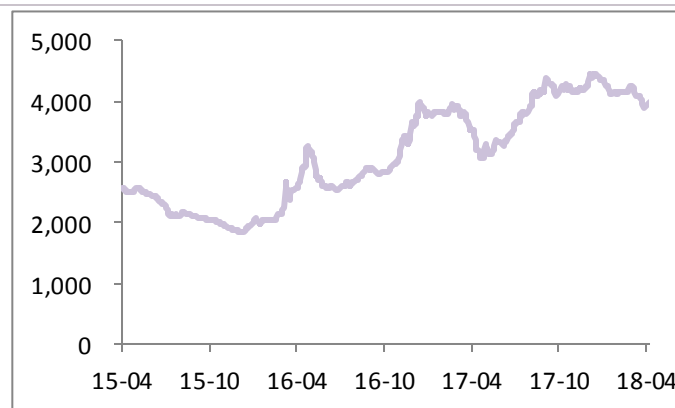
钢材总量增速虽然较低，但因为小钢厂的关停，落后产能清理，钢铁行业整体竞争环境改善。主要钢材价格持续上升：螺纹钢、热轧板卷、冷轧板卷、普碳中板等品种全国现货均在 2017 年都有明显涨幅。

图表12： 螺纹钢



资料来源：Wind，联讯证券

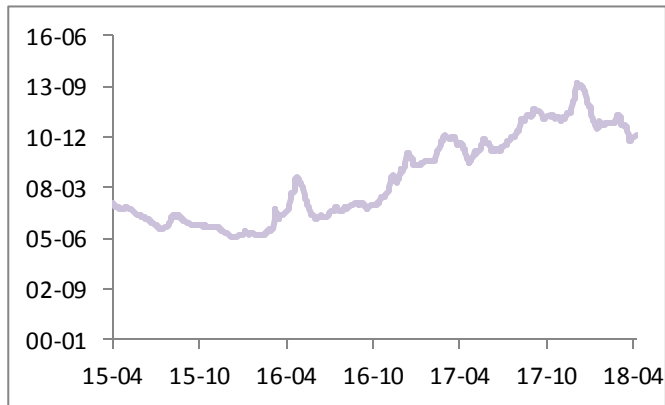
图表13： 热轧板卷



资料来源：Wind，联讯证券

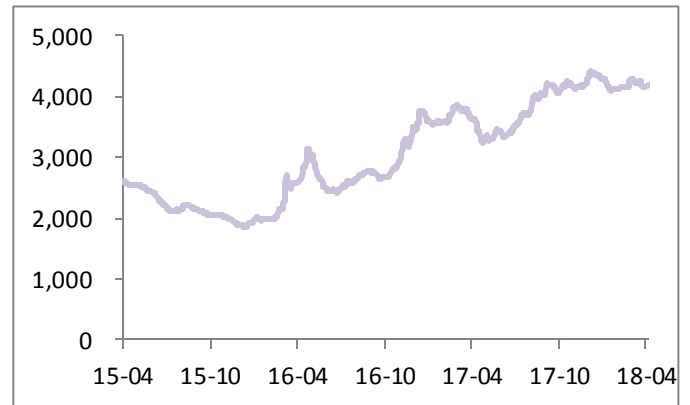


图表14: 冷轧板卷



资料来源: Wind, 联讯证券

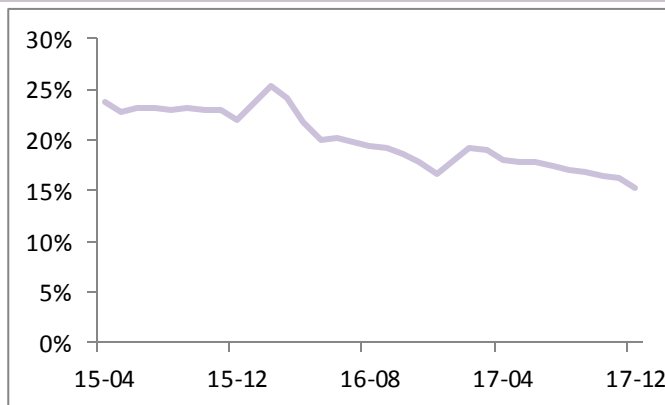
图表15: 普碳中板



资料来源: Wind, 联讯证券

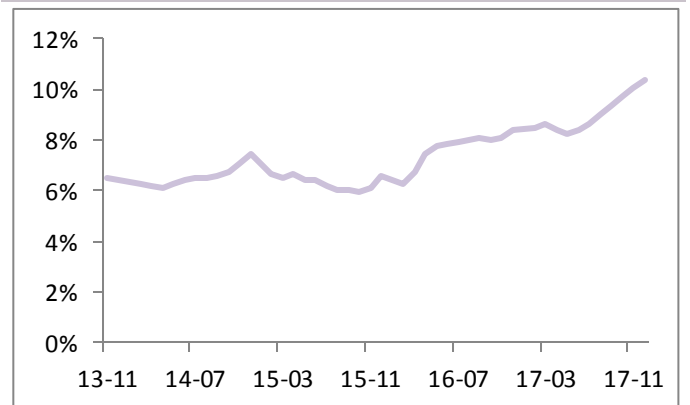
在钢材价格刺激下,重点钢企的旬度日均粗钢产量也有明显上升。量价齐升带动钢材毛利同比大幅增长,重点钢企盈利面积积极改善。

图表16: 黑色金属冶炼及压延加工业企业亏损面



资料来源: Wind, 联讯证券

图表17: 黑色金属冶炼及压延加工业销售毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

(二) 2018 年钢铁行业面临的机遇与风险

1、行业机遇

总产能方面,2018 年将是国家巩固去产能成果的关键一年,按照《政府工作报告》制定的工作目标,预计今年全年将执行钢铁去产能 3000 万吨。加上 2016 年的 6500 万吨,2017 年 5000 万吨已去除产能,钢铁去产能总量将达到 1.45 亿吨,钢铁有效产能进一步收缩,将提前完成此前制定的“十三五”期间钢铁去产能 1.4-1.5 亿吨的总目标。

“污染防治”是我国当前重点推进的三大攻坚战之一,根据政府工作报告,2018 年中国要推进污染防治取得更大成效,巩固蓝天保卫战成果。因此在环保方面,环保部表示,将在钢铁焦化行业开展超低排放改造重大工程,并制定打赢蓝天保卫战三年作战计划。

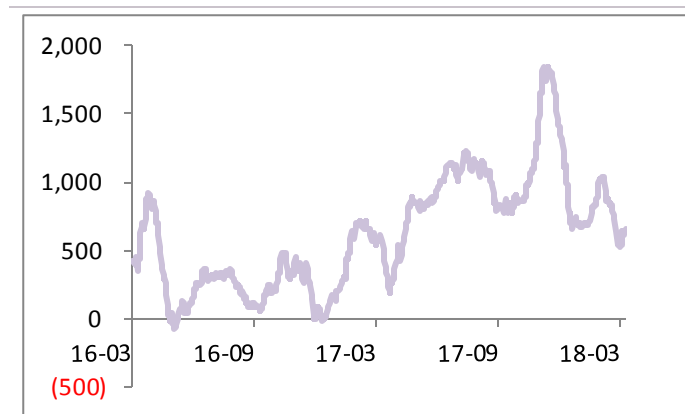
地方上则开始量化细则,唐山发布在非采暖季采取错峰生产方案征求意见稿,拟 3 月 16 日-11 月 14 日,共 244 天;错峰生产比例:主城区限产 15%,其他地区限产 10%-15%。邯郸市也出台了《2018 年重点行业大气污染防治强化管控措施》,对钢铁企业治污改造



不达标的进行限产。相关政策将进一步强化现阶段钢铁行业盈利格局，以上市公司为代表的重点钢企将愈发受益。

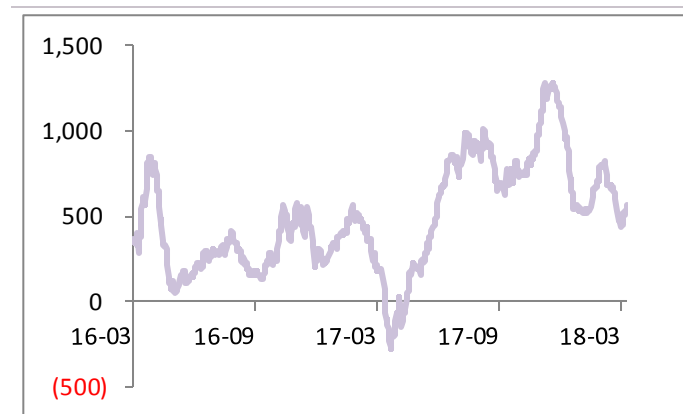
2018 年，钢铁企业具备确定性的盈利预期。与 2017 年主要钢材价格大幅上升，毛利上升相比，2018 年的供求平衡将在 2017 年基础上进一步紧平衡，价格和毛利水平将大概率维持在高位。在过去的一季度，受采暖季限产影响，钢材价格在传统淡季仍高于去年同期水平，因此我们认为钢企全年的业绩增量将集中体现在 2018 年一、二季度，从而带动行业全年总体的盈利表现更好。

图表18: 螺纹钢吨钢毛利



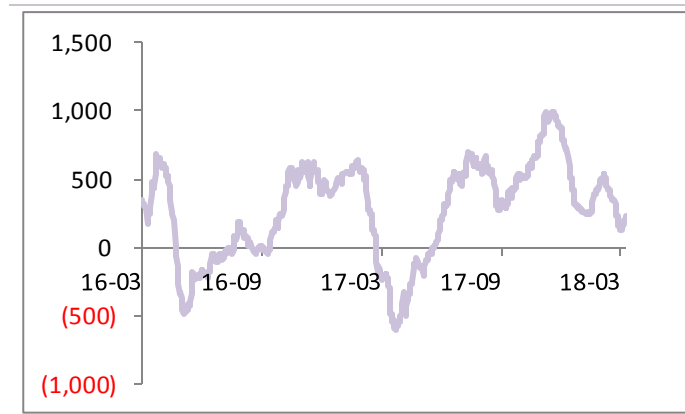
资料来源: Wind, 联讯证券

图表19: 热轧板卷吨钢毛利



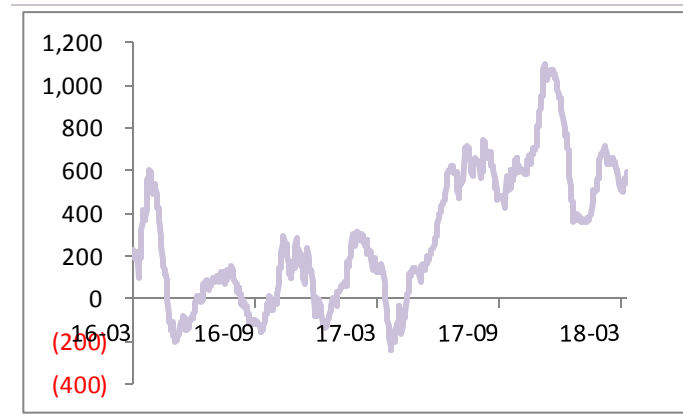
资料来源: Wind, 联讯证券

图表20: 冷轧板卷吨钢毛利



资料来源: Wind, 联讯证券

图表21: 普碳中板吨钢毛利



资料来源: Wind, 联讯证券

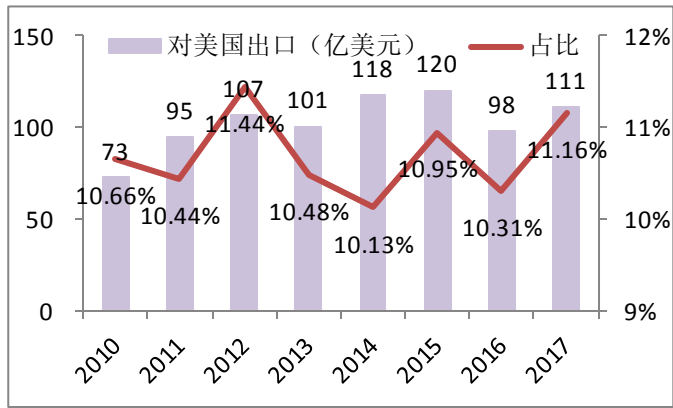
2、行业风险

外部风险主要来自于美国对我国发起的贸易战。3 月 8 日，美国总统特朗普签署公告拟于 15 日后对进口钢铁和铝产品分别征收附加关税。根据公告，特朗普政府拟对钢铁征收的税率为 25%，征税时间自 2018 年 3 月 23 日起，暂无终止时间。

美国对我国钢铁加征关税，势必会对我国钢材出口产生一定负面影响。以 2017 年为例，我国对美国钢铁及钢铁制品出口额 111.27 亿美元，占我国钢铁及制品总出口额 11.16%。

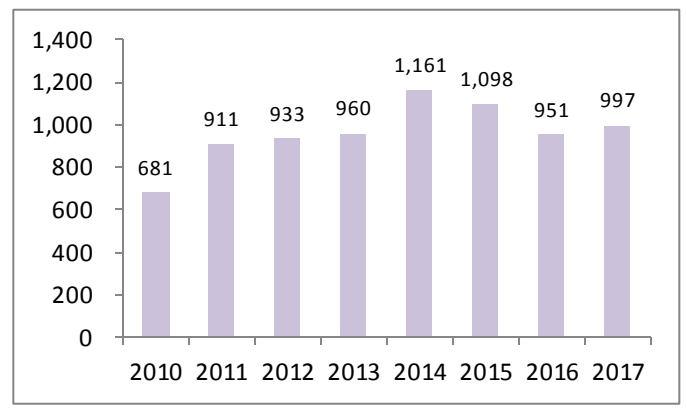


图表22: 我国对美国钢铁制品出口金额 (HS)



资料来源: Wind, 联讯证券

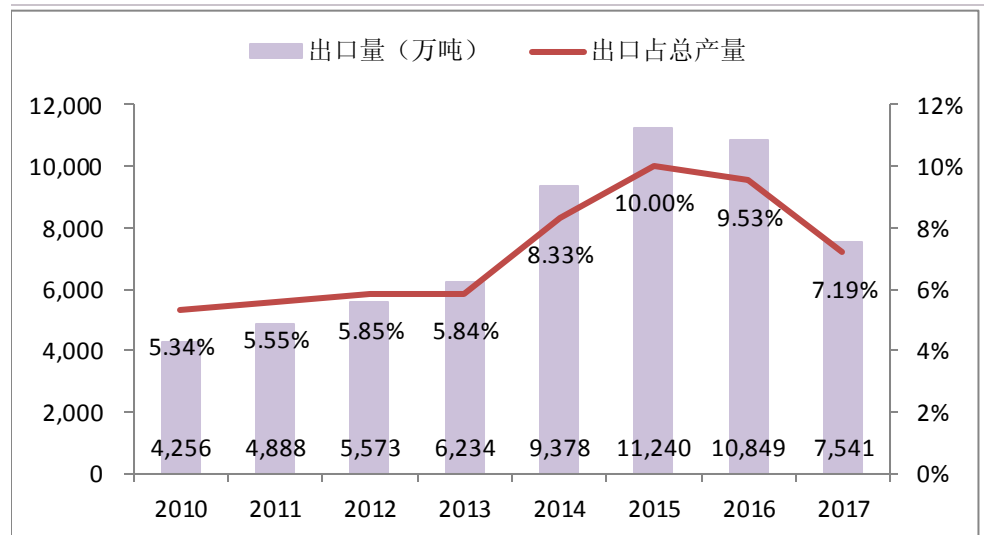
图表23: 钢铁及钢铁制品出口金额 (HS) (亿美元)



资料来源: Wind, 联讯证券

不过, 可以看到, 受全球对我国钢铁出口量近两年也出现萎缩, 尤其是国内市场环境在去产能的影响下变好, 国内市场有承接出口的空间。贸易战对我国钢铁行业负面影响整体上是可控的。

图表24: 我国钢材出口量及占总产量比重

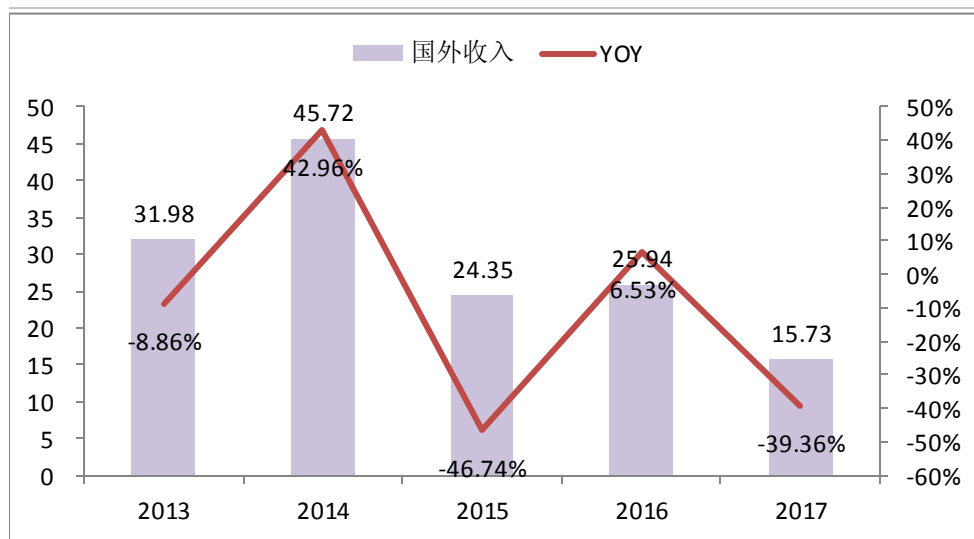


资料来源: Wind, 联讯证券

公司近年来出口金额也呈现萎缩状态。2017 年, 公司来自国外的营业收入 15.73 亿元, 同比下降 39.36%, 占总收入比重仅有 3.15%, 对外依存度较低。贸易战对公司的影响也将十分有限。



图表25： 公司来自国外收入及增速（亿元）



资料来源:Wind，联讯证券

三、公司成本费用情况

2017 年，公司完成非公开发行股票事项，此次定增发行 4.02 亿股，共募集资金 17.6 亿元，扣除发行费用，实际募集资金净额 17.33 亿元。按计划，本次发行主要用于煤气综合利用高效发电项目建设，以及偿还银行贷款 5 亿元。

图表26： 定增投资项目

	项目名称	项目投资总额（万元）	拟用募集资金投入（万元）
1	煤气综合利用高效发电项目	126,303	126,000
2	偿还银行贷款	50,000	50,000
合计		176,303	176,000

资料来源：公司公告，联讯证券

与行业可比公司相较，公司吨钢成本居中，主要是能源动力成本偏高。公司每年需外购电量 23.75 亿度，自发电比例仅占总用电 38%，远落后于行业自发电量 80% 的先进水平。煤气综合利用高效发电项目将建设 3 台 320t/h 高压煤气锅炉、3 台 93MW 高压凝汽轮发电机组，项目建设期为 2 年。项目建成达产后，公司年均减少外购用电成本约 37,618 万元。

图表27： 可比上市公司吨钢成本

	原材料	能源动力	人员薪酬	折旧	其他	合计
大冶特钢	2,788.31	636.52	162.33	89.76	485.02	4,161.94
韶钢松山	1,465.63	948.38	98.36	129.21	164.03	2,805.61
鞍钢股份	2,815.40				670.31	3,485.70
华菱钢铁	3,092.77		166.92		332.87	3,592.56
首钢股份	1,474.19	1,145.35	122.75	321.28	388.14	3,451.71
沙钢股份	1,519.46	1,072.92	61.52	127.75	161.89	2,943.54
山东钢铁	1,566.17	547.46	84.83		197.51	2,395.97
南钢股份	1,743.20	883.66	138.57	173.07	188.83	3,127.32

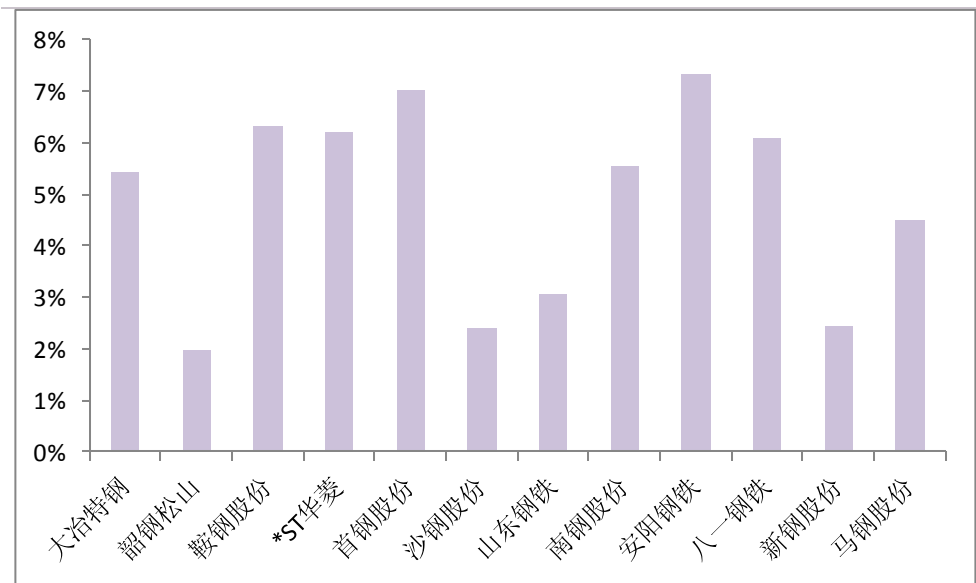


	原材料	能源动力	人员薪酬	折旧	其他	合计
安阳钢铁	2,684.01	118.33	30.88	-	92.54	2,925.76
八一钢铁	2,592.82	144.25	56.77	34.95	89.58	2,918.37
新钢股份	1,767.82	1,158.00	147.42	117.11	94.28	3,284.64
马钢股份	2,624.79	186.21	206.58	188.68	200.47	3,406.73

资料来源：公司年报，联讯证券

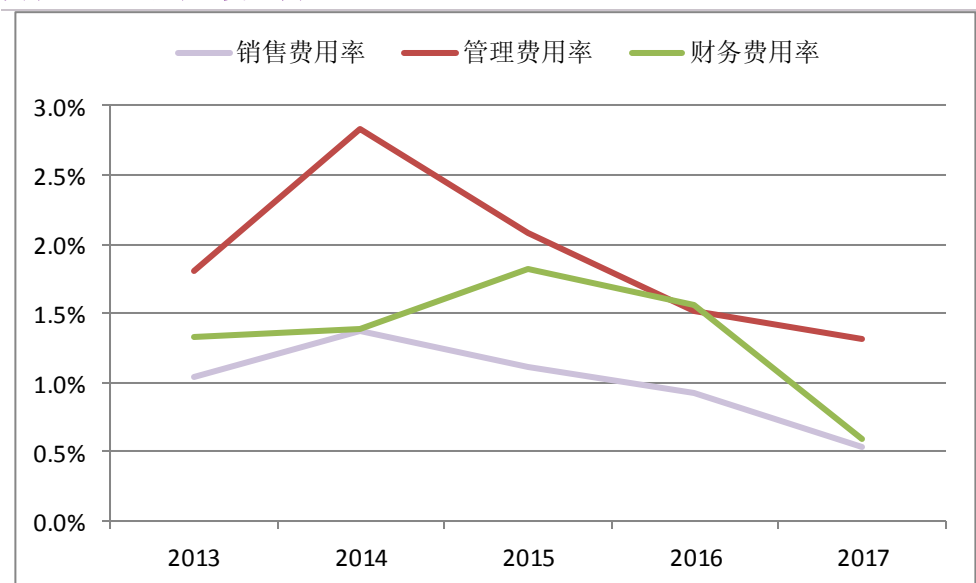
公司吨钢费用处于同行业较低水平。2017 年，公司三费比率为 2.45%；而黑色金属冶炼及压延加工业整体三费比率为 5.38%。公司通过压缩管理费用和销售费用，实现整体费用率的下降。

图表28：可比上市公司三费比例



资料来源:Wind，联讯证券

图表29：公司三费比例



资料来源:Wind，联讯证券



此次公司定增募集资金中，5 亿元用于偿还部分银行借款，并以一年期银行贷款基准利率 4.35%进行测算，公司每年可减少利息费用约 2,175 万元，从而进一步降低公司资产负债率，并降低财务费用，从而可以在一定程度上提升公司的利润水平。

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

按照公司 2018 年生产计划，将产生生铁 887 万吨、钢 872.2 万吨、钢材坯 835.6 万吨。截至 2017 年末，公司钢材库存 44.53 万吨。我们预计：

2018-2020 年，公司营业收入 509.12/510.21/510.94 亿元，归属于母公司净利润 36.04/36.12/35.34 亿元，对应 EPS 为 1.13/1.13/1.11 元。

图表30： 收入与成本预测（亿元）

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入合计	499.68	509.12	510.21	510.94
螺纹钢及元钢	58.33	60.04	60.25	60.40
线材	23.01	23.35	23.44	23.49
厚板	34.67	36.41	36.54	36.63
中板	33.43	35.38	35.50	35.59
电工钢板	23.21	19.31	19.38	19.42
热轧卷板	74.34	80.64	80.93	81.12
冷轧卷板	49.03	52.29	52.48	52.60
钢坯	1.72	1.72	1.72	1.72
金属制品	19.75	17.78	17.78	17.78
焦化产品	3.80	3.80	3.80	3.80
建筑安装	1.56	1.56	1.56	1.56
运输修理	0.35	0.35	0.35	0.35
其他主营业务	129.74	129.74	129.74	129.74
其他业务	46.75	46.75	46.75	46.75
营业成本				
钢铁	275.37	279.64	281.90	283.86
焦化产品	3.74	3.74	3.74	3.74
建筑安装	1.29	1.29	1.29	1.29
运输修理	0.34	0.34	0.34	0.34
其他主营业务	119.85	119.85	119.85	119.85
其他业务	44.30	44.30	44.30	44.30

资料来源：公司公告，联讯证券



(二) 估值

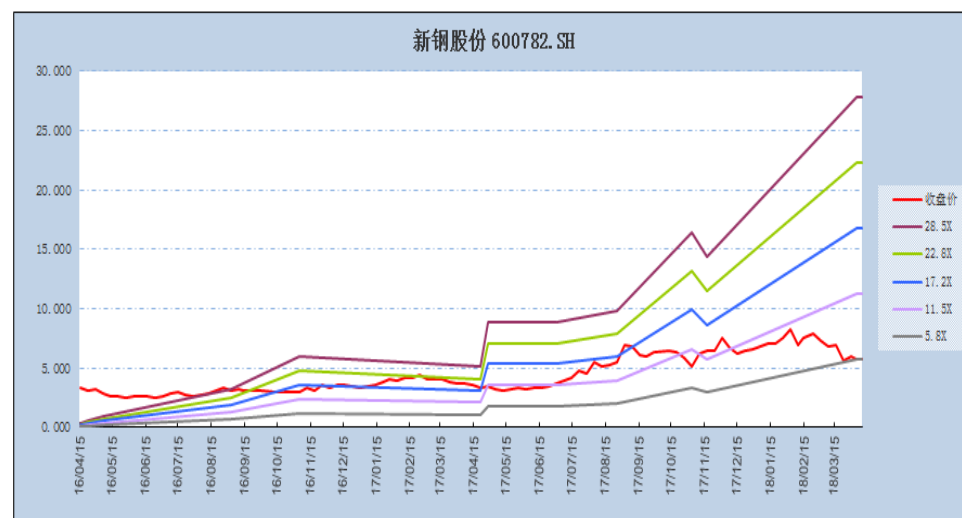
我们选取产品相近的钢铁企业作为可比公司。公司估值处于行业较低水平。结合行业平均 PE 水平，给予公司 2018 年 7xPE，目标价 7.91 元。首次覆盖，考虑到贸易战扩大可能产生的负面影响，给予“增持”评级。

图表31: 可比公司 PE 比较 (截至 2018/4/4)

股票代码	股票简称	股价	EPS			PE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
000717.SZ	韶钢松山	7.21	1.17	1.24	1.40	4.98	4.71	4.18
000761.SZ	本钢板材	5.08	0.50	0.56	0.61	8.70	7.80	7.13
000932.SZ	华菱钢铁	9.04	1.59	1.75	2.02	4.59	4.18	3.62
000959.SZ	首钢股份	5.68	0.49	0.57	0.54	9.70	8.21	8.69
002110.SZ	三钢闽光	20.87	3.34	3.69		5.10	4.62	
600010.SH	包钢股份	2.33	0.07	0.09	0.11	30.75	25.14	20.57
600019.SH	宝钢股份	9.10	0.84	1.01	1.10	9.79	8.19	7.45
600022.SH	山东钢铁	2.18	0.23	0.26	0.30	8.65	7.79	6.64
600231.SH	凌钢股份	4.60	0.61	0.71	0.76	6.20	5.29	4.96
600282.SH	南钢股份	5.12	0.86	0.93	0.98	4.93	4.55	4.32
600307.SH	酒钢宏兴	2.65	0.15	0.23	0.26	15.55	10.26	9.08
600569.SH	安阳钢铁	4.78	0.88	0.89	0.80	4.24	4.23	4.70
600581.SH	八一钢铁	14.55	2.18	2.42	2.73	5.55	5.00	4.42
600808.SH	马钢股份	4.06	0.56	0.58	0.61	6.22	5.97	5.71
601003.SH	柳钢股份	7.13	0.91	1.02	1.14	6.10	5.47	4.88
均值						8.74	7.43	6.88
600782.SH	新钢股份	6.78	1.13	1.13	1.11	5.03	5.02	5.13

资料来源: Wind, 联讯证券

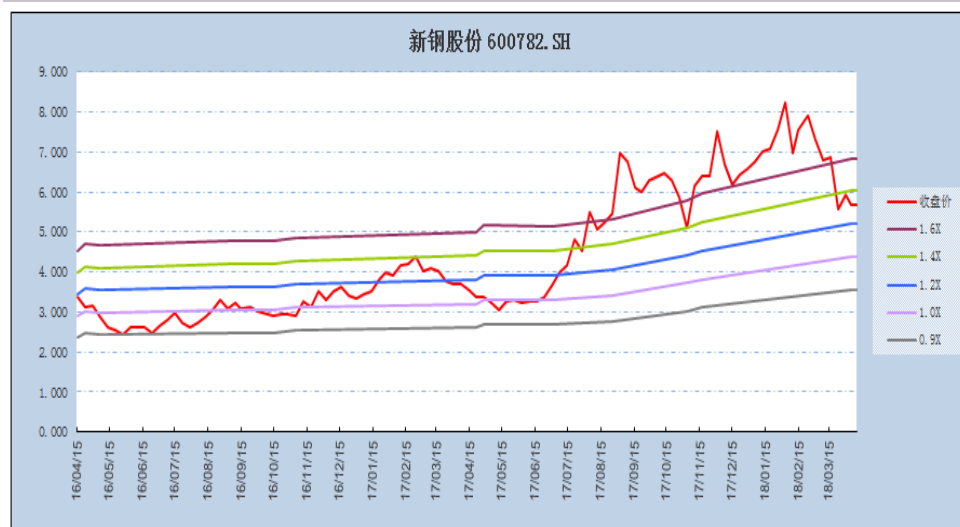
图表32: PE Band 图



资料来源: Wind, 联讯证券



图表33: PB Band 图



资料来源: Wind, 联讯证券

五、风险提示

钢铁去产能进度不及预期, 淘汰产能复产; 钢材价格大幅下跌; 铁矿石、焦炭等原材料价格剧烈波动; 宏观经济波动风险; 中美贸易摩擦规模进一步扩大; 股东解禁减持。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	21,000	24,267	28,244	34,026	经营活动现金流	7,947	5,815	5,629	5,565
现金	7,997	10,950	14,672	20,201	投资活动现金流	-232	-370	-543	-10
应收账款	1,499	1,527	1,531	1,533	筹资活动现金流	-1,810	-130	-1	24
其它应收款	91	92	92	93	现金净增加额	5,904	5,315	5,086	5,579
预付账款	536	761	987	1,214					
存货	5,116	5,165	5,191	5,213					
其他	2,110	2,110	2,110	2,110					
非流动资产	12,225	11,663	12,579	11,612					
长期投资	164	0	0	0					
固定资产	10,746	10,891	12,255	12,304					
无形资产	845	789	736	687					
其他	1	1	1	1					
资产总计	33,226	35,930	40,824	45,637					
流动负债	17,409	16,478	17,791	19,101					
短期借款	4,743	4,743	4,743	4,743					
应付账款	5,585	5,638	5,667	5,691					
其他	7,082	6,096	7,381	8,667					
非流动负债	322	322	322	322					
长期借款	0	0	0	0					
其他	322	322	322	322					
负债合计	19,340	18,409	19,722	21,033					
少数股东权益	535	568	601	634					
归属母公司股东权益	13,885	17,521	21,102	24,605					
负债和股东权益	33,226	35,930	40,824	45,637					
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	49,967	50,912	51,021	51,094	成长能力				
营业成本	44,487	44,916	45,142	45,338	营业收入	64.0%	1.9%	0.2%	0.1%
营业税金及附加	274	279	280	280	营业利润	708.9%	14.3%	0.2%	-2.2%
营业费用	269	275	275	276	归属母公司净利润	518.5%	15.9%	0.2%	-2.2%
管理费用	660	673	674	675	获利能力				
财务费用	296	65	-64	-87	毛利率	11.0%	11.8%	11.5%	11.3%
资产减值损失	17	0	0	0	净利率	6.2%	7.1%	7.1%	6.9%
公允价值变动收益	47	0	0	0	ROE	22.6%	20.8%	17.3%	14.5%
投资净收益	0	0	0	0	ROIC	23.9%	30.2%	27.9%	27.5%
营业利润	4,114	4,704	4,714	4,611	偿债能力				
营业外收入	9	0	0	0	资产负债率	58.2%	51.2%	48.3%	46.1%
营业外支出	64	0	0	0	净负债比率	27.0%	11.5%	-12.5%	-27.9%
利润总额	4,059	4,704	4,714	4,611	流动比率	1.21	1.47	1.59	1.78
所得税	920	1,066	1,068	1,045	速动比率	0.91	1.16	1.30	1.51
净利润	3,139	3,638	3,645	3,566	营运能力				
少数股东损益	28.789	33.3586	33.4291	32.7045	总资产周转率	1.60	1.47	1.33	1.18
归属母公司净利润	3,111	3,604	3,612	3,534	应收账款周转率	23.71	33.65	33.37	33.36
EBITDA	5374	5846	5640	5551	应付账款周转率	9.98	9.07	9.03	9.00
EPS（元）	0.98	1.13	1.13	1.11	每股指标(元)				
					每股收益	0.98	1.13	1.13	1.11
					每股经营现金	2.49	1.82	1.77	1.75
					每股净资产	4.35	5.49	6.62	7.72
					估值比率				
					P/E	6	5	5	5
					P/B	1.31	1.04	0.86	0.74
					EV/EBITDA	3.16	2.41	1.84	0.88

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价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：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

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：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com