



000928.SZ

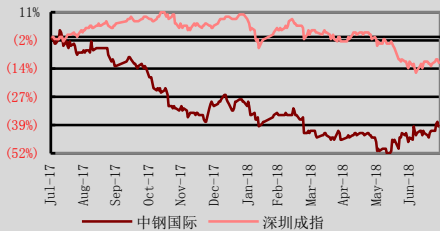
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.49

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.6	8.3	10.1	-35.4
相对深证指数	2.2	6.9	20.1	-24.8

发行股数(百万)	1,257
流通股(%)	59
流通股市值(人民币 百万)	4131
3个月日均交易额(人民币 百万)	114
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
中国中钢股份有限公司	32

相关研究报告

- 《中钢国际》 20171225
- 《中钢国际》 20170731
- 《中钢国际》 20170502

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰：专业工程

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

*余斯杰为本报告重要贡献者

中钢国际

新签订单结构分化，项目推进影响收入

公司公布半年报，营收 28.09 亿元，同减 21.80%；归母净利润 2.36 亿元，同减 6.15%。目前公司订单充足估值低，预计政策转向与人民币贬值利好公司。

支撑评级的要点

- 海外收入下滑导致营收减少，应收账款解决冲减坏账损失贡献利润：公司上半年营收 28.09 亿元，同减 21.80%；归母净利润 2.36 亿元，同减 6.15%。收入结构中，海外收入规模缩减，国内收入增长，主要是公司新签订单结构变化所致。2018 年上半年由于部分应收账款解决冲减坏账损失，资产减值损失为 -1.73 亿元，扣除资产减值损失后实际利润水平不高。
- 新签订单总量增长，结构分化明显：2018 年以来，公司新签订单稳步增长，在手订单达到 212 个，总金额达到 755.45 亿元，是公司年收入 10 倍以上，未来收入有较高保障。新签订单结构出现明显变化，2018 年以来新签国外订单仅为 2.03 亿元，新签国内订单累计超过 100 亿元。我们认为一方面为单体规模变化，另一方面是公司对项目选择筛选的结果。
- 重点经营项目推进缓慢，拖慢收入：重点项目中，安徽霍邱项目仍未复工，俄罗斯奇克苏和玻利维亚项目仍处于准备阶段，部分项目停滞于调试与竣工验收。公司已披露重点项目金额总计 398.26 亿元，占比超过 50%，但 2018 上半年仅确认收入 5.22 亿元，占总收入 18.59%，拖慢收入。
- 预计未来应收账款进一步减少，货币政策转向与人民币贬值利好公司：公司目前还有安徽首钢、渤海煤焦化等公司的大额应收账款，预计未来将按照转让或者收购资产的方式解决，应收余额进一步减小。近期国内货币政策转向以及人民币贬值对公司项目推进以及汇兑损益构成利好。

评级面临的主要风险

- 在手订单受阻、货币政策转向不及预期、新签订单不及预期、汇率波动

估值

- 基于公司上半年业绩，我们下调公司 2018-2020 年公司营收预期为 73.62、91.01、95.56 亿元；归母净利润调整为 5.74、6.67、7.08 亿元；EPS 调整为 0.46、0.53、0.56 元。维持“买入”评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	9,444	7,859	7,362	9,101	9,556
变动(%)	(3)	(17)	(6)	24	5
净利润(人民币 百万)	512	418	574	667	708
全面摊薄每股收益(人民币)	0.408	0.332	0.456	0.530	0.563
变动(%)	0.3	(54.7)	37.3	16.2	6.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.711	0.875	
调整幅度(%)			(25.5)	(34.5)	
全面摊薄市盈率(倍)	13.5	16.5	12.0	10.3	9.7
价格/每股现金流量(倍)	(5.4)	7.9	11.0	11.9	8.5
每股现金流量(人民币)	(1.02)	0.69	0.50	0.46	0.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	24.3	8.8	7.7	7.3
每股股息(人民币)	0.14	0.25	0.14	0.16	0.17
股息率(%)	4.6	4.6	2.6	2.9	3.1

资料来源：公司数据及中银证券预测

财务报表分析：营收下滑，资产缩表，现金流短期改善

中报公布，各项关键数据有所下滑：公司公布 2018 年半年报，公司 2018 年上半年营业收入为 28.09 亿元，同比减少 21.80%；归母净利润为 2.36 亿元，同比减少 6.15%；归母扣非净利润 2.33 亿元，同比减少 563%。经营活动现金流 3.74 亿元，同比减少 34.02%，EPS0.188，同比减少 6.09%。2018 年中报各项数据相比去年同期均有所减少。

利润表：营收规模持续减少是利润下滑主要原因

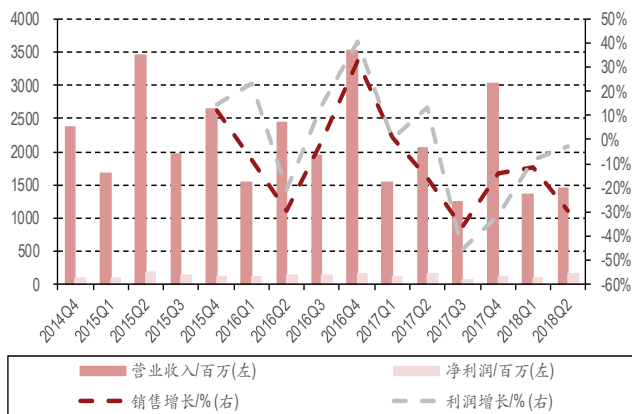
营收规模下滑是利润下滑的主要原因：借壳上市以来，营收规模持续下滑，主要原因是有一部重要项目停工或者部分项目资金到位时间较慢，导致项目进行受阻。各项期间费用率有一定程度增加，资产减值损失因为应收账款问题的解决有明显的减少。公司整体毛利率与去年持平，各项因素作用下，净利率长期以来变动幅度不大。公司营业增速下滑是利润水平下降的主要原因。

图表 1. 公司近期定期报告利润表项目比较

	2016	2017	年报比较 (%)	2017Q1	2018Q1	季报比较 (%)	2017H1	2018H1	中报比较 (%)
营业收入	9,443.73	7,859.24	(16.78)	1,542.04	1,365.40	(11.45)	3,591.89	2,809.99	(21.77)
营业成本(%)	82.02	86.86	4.84	83.45	82.39	(1.07)	86.42	85.99	(0.44)
税金及附加(%)	0.44	0.25	(0.19)	0.07	0.13	0.06	0.09	0.32	0.23
销售费用(%)	0.17	0.27	0.09	0.18	0.18	0.00	0.30	0.25	(0.04)
管理费用(%)	4.57	6.67	2.10	5.93	7.63	1.70	5.69	7.72	2.02
财务费用(%)	0.42	(3.95)	(4.36)	1.66	0.75	(0.91)	(3.60)	(0.08)	3.52
资产减值(%)	5.89	0.09	(5.80)	(0.05)	(0.05)	0.00	2.38	(4.53)	(6.91)
其他收益	56.18	59.91	3.73	0.41	0.42	0.01	15.11	26.94	11.83
营业外收入	14.55	6.76	(7.79)	0.28	0.06	(0.22)	5.77	0.49	(5.28)
营业外支出	6.55	275.69	269.14	0.98	0.05	(0.93)	0.08	0.80	0.72
所得税	158.12	134.89	(23.23)	32.67	29.56	(3.11)	81.05	77.20	(3.85)
净利润	518.57	427.06	(17.65)	102.09	93.35	(8.56)	252.78	239.78	(5.14)

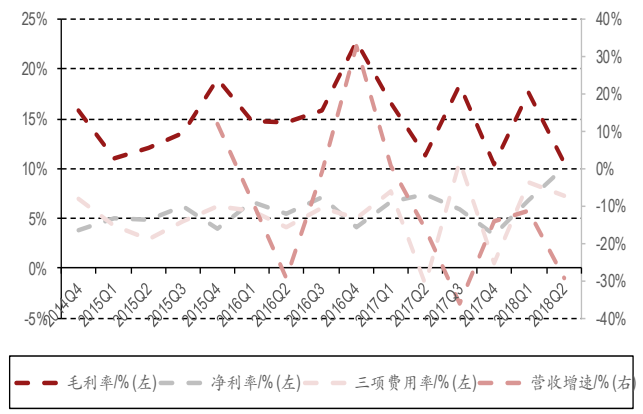
资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

图表 2. 营收下滑带动利润下滑



资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

图表 3. 毛利与费用同向波动，净利率稳定

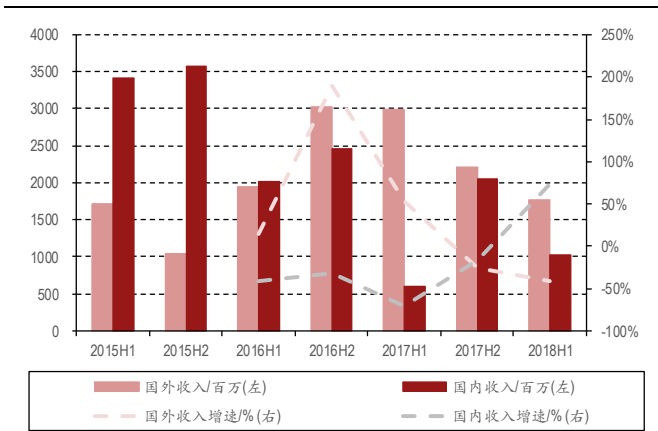


资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

资产减值损失抵消，公司实际利润水平不高：2018年上半年，公司因为部分应收账款项目解决，冲减部分坏账，资产减值损失-1.27亿元，扣除资产减值损失后，公司净利润仅为1.12亿元。横向比较公司单期利润表，公司营收规模持续减少，是利润下滑的主要原因。利润表的其他项目随各有波动，但一方面对公司利润影响不大，另一方面不同项目的波动经常互相抵消，因此往年公司净利率水平处于较为稳定水平。

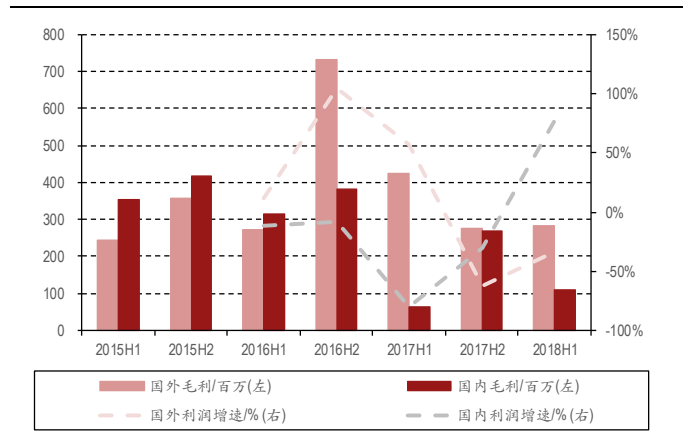
海外收入下滑明显，国内收入占比显著提升：公司收入结构与前期订单签署情况以及实际订单推进情况关联度较高。2018年上半年，公司海外收入17.71亿元，同比减少40.87%；毛利润2.82亿元，同比减少33.55%。国内收入10.32亿元，同比增加73.11%；毛利润1.10亿元，同比增加76.47%。前期由于海外工程单体规模较大，数量较多，海外收入占比与增速均有显著提升。随着2018年以来国内单体规模和数量的增长，海外收入下滑明显，国内收入占比显著提升。

图表 4. 海外收入下滑，国内收入提升



资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

图表 5. 海外利润下滑，国内利润提升



资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

资产负债表：应收应付减少，资产规模缩表

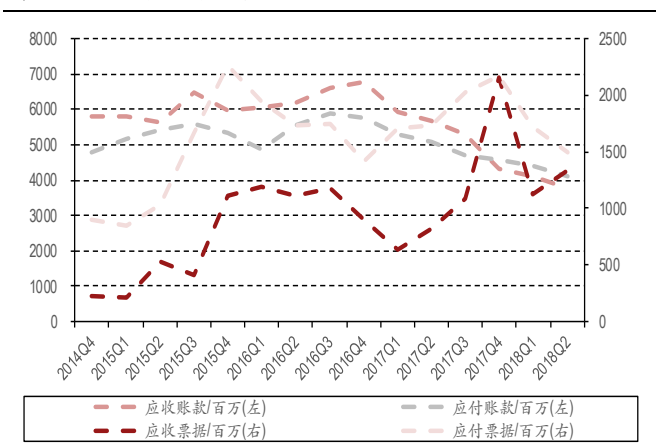
应收应付减少，总体资产规模减小：2018年6月底公司总资产规模为129.57亿元，同比减少8.26亿元，资产规模连续5季度下行后，环比持稳。与去年同期资产负债表相比，公司流动资产规模有明显减少，减少幅度为14.48亿元。其中最主要来自应收账款减少18.95亿元。其他项目互有增减。非流动资产同比增加6.22亿元，主要来自可供出售金融资产增加5.10亿元。流动负债同比减少9.34亿元，主要来自于应付账款减少9.79亿元。除此之外，预收账款同比增加6.89亿元、应付票据同比减少2.38亿元、其他应付款同比减少2.11亿元对流动负债也有一定影响。非流动负债为0.97亿元，同比减少0.5亿元，其中长期借款减少0.7亿元，总体对资产负债表影响不大。股东权益项目与去年同比相比变化不大。

图表 6. 公司近期定期报告资产负债表项目比较

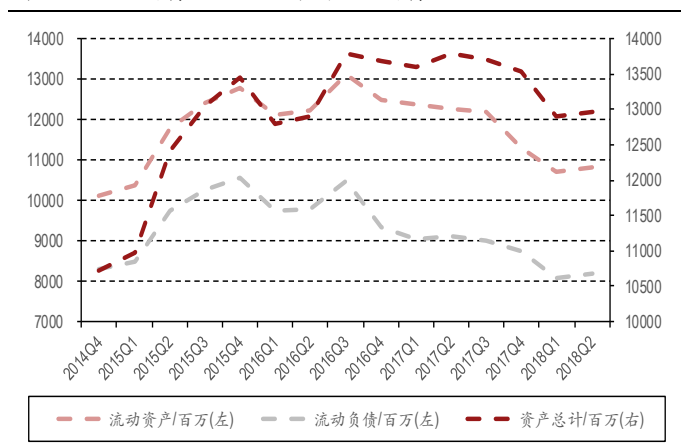
	2016	2017	年报比较	2017Q1	2018Q1	季报比较	2017H1	2018H1	中报比较
现金	1,347.50	1,528.64	181.14	1,834.80	1,382.67	(452.13)	1,807.91	2,046.17	238.26
应收票据	899.79	2,160.06	1,260.27	640.48	1,130.47	489.99	824.28	1,336.90	512.62
应收账款	6,793.35	4,329.06	(2,464.29)	5,926.89	4,108.51	(1,818.38)	5,658.71	3,763.57	(1,895.14)
流动资产	12,472.32	11,279.91	(1,192.41)	12,368.58	10,709.69	(1,658.89)	12,273.04	10,824.70	(1,448.34)
可供出售	81.63	732.00	650.37	101.63	652.84	551.21	72.25	582.32	510.07
投资性地产	74.82	279.32	204.50	73.47	273.01	199.54	169.94	269.63	99.69
无形资产	162.97	192.94	29.97	161.69	192.77	31.08	297.94	190.66	(107.28)
非流动资产	1,203.28	2,267.81	1,064.53	1,233.57	2,196.05	962.48	1,511.05	2,132.74	621.69
短期借款	751.73	299.29	(452.44)	845.93	302.79	(543.14)	769.43	577.92	(191.51)
应付票据	1,418.87	2,172.03	753.16	1,704.99	1,719.37	14.38	1,727.71	1,489.53	(238.18)
应付账款	5,767.40	4,570.22	(1,197.18)	5,285.11	4,402.59	(882.52)	5,101.50	4,122.92	(978.58)
预收款项	1,012.58	1,266.34	253.76	915.38	1,450.92	535.54	1,129.50	1,818.76	689.26
流动负债	9,317.68	8,752.89	(564.79)	9,024.07	8,057.63	(966.44)	9,122.60	8,188.34	(934.26)
长期借款	75.15	75.15	0.00	150.15	75.15	(75.00)	145.24	75.15	(70.09)
非流动负债	77.64	109.63	31.99	152.34	108.34	(44.00)	147.43	97.20	(50.23)
总股本	698.65	1,256.66	558.01	698.65	1,256.66	558.01	1,256.66	1,256.66	0.00
资本公积	2,530.88	1,992.15	(538.73)	2,576.38	2,011.55	(564.83)	2,021.00	2,011.55	(9.45)
归母权益	4,199.71	4,596.72	397.01	4,346.51	4,649.92	303.41	4,433.94	4,581.96	148.02
少数权益	80.57	88.48	7.91	79.23	89.86	10.63	80.12	89.94	9.82
股东权益	4,280.28	4,685.20	404.92	4,425.74	4,739.78	314.04	4,514.05	4,671.90	157.85
负债合计	9,395.32	8,862.52	(532.80)	9,176.41	8,165.97	(1,010.44)	9,270.03	8,285.54	(984.49)
资产总计	13,675.60	13,547.72	(127.88)	13,602.15	12,905.74	(696.41)	13,784.08	12,957.44	(826.64)

资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

营收规模与应收账款的处理是影响公司流动资产的主要原因：从单季环比趋势来看，我们认为公司应收账款与应付账款有明显减少，导致公司总体资产规模减少。一方面是因为公司营收规模的减小。另一方面是公司通过受让股权等方式解决了重庆钢铁和安徽首矿等企业的应收账款问题。未来公司资产规模的重要影响因素依然是流动资产的规模，影响流动资产规模的主要因素依然是营收规模和应收账款。最新定期报告渤海煤焦化公司还欠有公司 2.63 亿元应收账款。预计未来短期内公司应收账款规模将进一步减小。

图表 7. 公司应收应付规模减少


资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

图表 8. 公司资产变化趋势与流动资产相同


资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

现金流量表：经营性现金流短期局部改善

部分应收账款项目处理，现金流“同比恶化、环比企稳”：2018年上半年，公司经营性现金流净额为3.74亿元，比去年同期减少1.93亿元；其中经营性现金流入为45.97亿元，比去年同期减少8.42亿元；经营性现金流出为42.23亿元，比去年同期减少6.13亿元。我们认为，导致经营现金流量减少的主要原因是营业收入规模的减少。但是，近期由于部分应收账款项目的处理导致公司经营现金流有一定程度的改善。公司现金流呈“同比恶化，环比企稳”的态势，未来现金流依然取决于在手项目的推进。

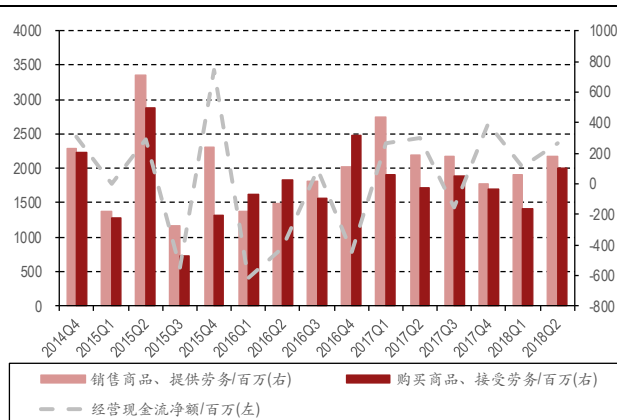
图表 9. 公司近期定期报告现金流量表项目比较

	2016 年报	2017 年报	2017Q1	2018Q1	2017H1	2018H1
销售商品、劳务	6,672.76	8,868.22	2,742.31	1,907.64	4,926.71	4,084.59
其他经营活动	860.34	255.94	257.94	123.18	357.68	398.21
经营流入	7,712.90	9,336.11	3,038.58	2,102.53	5,404.28	4,597.47
购买商品、劳务	7,494.47	7,207.93	1,905.03	1,410.32	3,621.84	3,417.92
其他经营活动	832.78	452.24	551.26	399.74	715.63	496.55
经营流出	9,111.65	8,533.00	2,770.28	1,993.38	4,837.03	4,223.28
经营现金净额	(1,398.75)	803.11	268.30	109.15	567.25	374.20
投资流入	674.06	65.70	55.40	60.42	55.41	60.43
投资支付	464.70	83.84	21.56	23.00	113.87	74.53
取得子公司	24.93	189.56			192.76	
投资流出	561.35	339.60	21.80	23.46	309.05	80.04
投资现金净额	112.71	(273.90)	33.60	36.97	(253.64)	(19.61)
筹资流入	2,124.24	829.57	251.01	39.41	343.10	356.69
筹资流出	1,202.05	1,118.83	56.69	235.52	248.12	401.59
筹资现金净额	922.19	(289.27)	194.32	(196.11)	94.98	(44.89)
汇率变动	36.81	(4.82)	(1.38)	(1.06)	(2.13)	11.00
现金增加额	(327.04)	235.14	494.84	(51.05)	406.46	320.69

资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

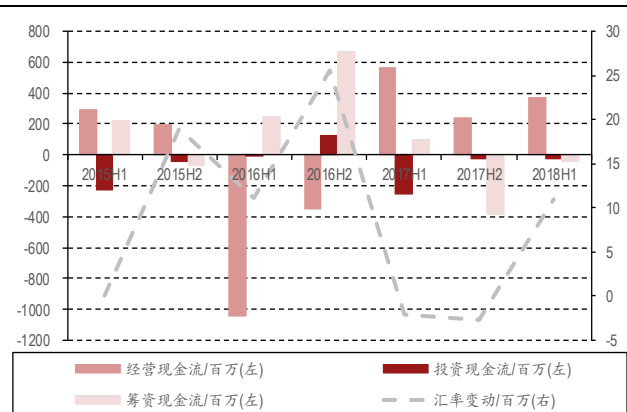
人民币贬值，汇率波动将带来正向作用：近期人民币贬值，最新美元兑人民币中间价已经突破6.83。公司存量订单中海外订单占比大。部分海外订单以美元结算。人民币贬值有利于增加公司汇兑损益，现金流量表表现为汇率变动的增长。2018年二季度人民币加速贬值以来，公司汇率变动对现金流量影响达到1205万元，是2015年四季度、2016年四季度以来最大值。目前导致人民币贬值的外部因素依然存在，未来随着人民币继续贬值，汇率波动有望为公司利润以及现金流带来正向的作用。

图表 10. 经营现金流环比小幅改善



资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

图表 11. 汇率变动改善现金流



资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

在手订单分析：总量增长、结构反转、部分推进受阻

新签订单：总量增长，结构反转

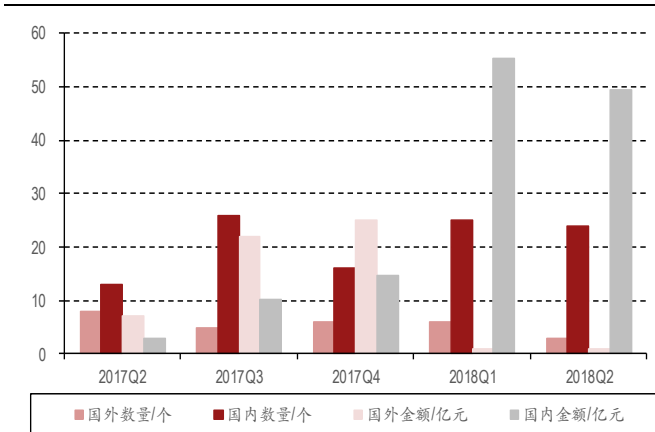
2018年以来，公司新签订单金额有较为明显变化：新签国外订单有所减少，总金额断崖式下滑；新签国内订单明显增长，总金额成倍增加。总量上来看，公司一季度新签的订单31项、总金额56.40亿元；二季度新签的那个单27项，总金额50.33亿元，相比2017年总金额有较为明显增长。我们认为导致公司新签订单金额结构变化的主要原因一方面是单个项目金额波动所致，而公司对新签项目的筛选与选择也是影响订单金额结构的重要因素。

图表 12. 公司在手订单及其执行情况

	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
新签约数量	21	31	22	31	27
新开工数量		39	19	22	24
竣工数量		20	3	41	
新签约金额	9.85	32.06	39.79	56.40	50.33
新开工金额		12.61	20.71	12.58	70.76
竣工金额		11.32	2.55	67.74	18.20

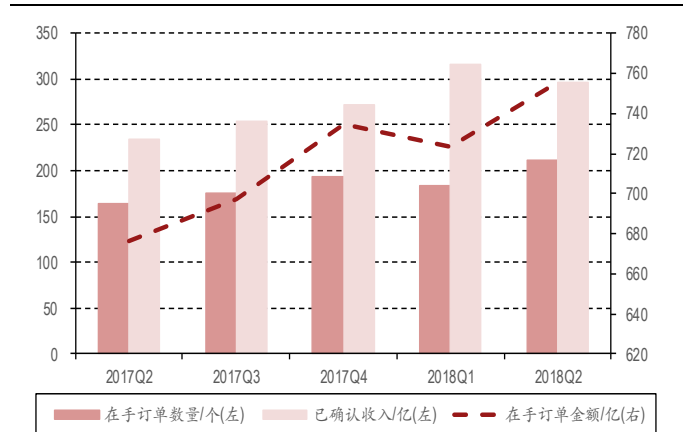
资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

图表 13. 新签订单结构显著变化



资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

图表 14. 在手订单金额显著增加



资料来源：万得数据、公司公告，中银证券

存量订单执行：重要项目进展较慢，拖后公司收入

重要经营项目进展受阻的情况依然存在，影响公司确认收入：公司部分重要经营项目进展受阻的情况依然存在，在新签订单持续保持增长的情况下，订单的执行是未来公司收入的最重要影响因素。目前，安徽霍邱项目依然未复工，俄罗斯奇克苏项目以及玻利维亚项目依然处于前期融资和测评阶段，项目签约至今三年依然未确认收入。而新疆国泰、阳煤守江等项目已完工但却一直停滞在调试验收阶段。2018年上半年，公司重要经营项目总金额达到398.26亿元，占在手订单比重达到53.86%。但上半年重要经营项目确认收入仅5.22亿元，占营业收入18.59%，进度低于其他项目，若重要项目推进速度加快，公司营业收入有望得到明显改善。

图表 15. 公司重要经营项目进展情况

项目名称	进展情况	合同金额/亿	2018H1 收入/万	累计收入/万
河钢乐亭球团项目	开工准备	19.38		
山西沃能乙二醇项目	完成初步设计, 正在招标采购	16.05		
俄罗斯奇克苏电解锰项目	正在进行融资。	46.20		
玻利维亚穆通综合钢厂项目	完成融资与选址等前期工作	27.31		
安徽霍邱 300 万吨钢铁项目	已签署后续合作协议及各补充协议。	50.47		132,593.26
新疆国泰准东动力站项目	投产调试	24.87		224,067.72
渤海煤焦化综合节能工程焦化项目	投产	22.71		194,076.42
阳煤寿阳化工乙二醇项目	验收结算中	22.45		195,314.01
伊朗 ZARAND 综合钢厂项目	安装工作已完成 93%	45.33	8,981.96	441,889.28
阳煤集团西上庄超临界低热值煤热电项目	主要设备采购完成, 进入上部结构施工	40.72	3,202.42	59,499.74
TOSYALI 阿尔及利亚 230 万吨综合钢厂项目	轧钢投产, 炼钢热负荷试车完成	31.08	11,780.58	359,122.61
广西盛隆产业升级项目	设备采购, 施工进场	19.25	5,210.00	5,210.00
TOSYALI 阿尔及利亚 400 万吨球团项目	大部分建安工程完成	17.34	23,010.69	149,500.84
TOSYALI 阿尔及利亚 250 万吨直接还原铁项目	土建收尾, 安装工程正在调试	15.10	44.95	163,429.98

资料来源: 万得数据、公司公告, 中银证券

应收账款处理: 转让与资产收购解决大额应收账款

2016 年 12 月子公司中钢设备以 2.63 亿元收购重庆钢铁部分固定资产, 其中现金支付 5000 万元, 其他以对重庆钢铁的应收账款支付, 解决了长期以来重庆钢铁的应收账款问题。2017 年 12 月, 子公司中钢设备将安徽首矿 6 亿元应收账款以转让给唐山德龙钢铁的方式解决。目前, 渤海煤焦化公司依然欠公司应收账款 2.63 亿元, 未来有可能通过转让或资产收购的方式解决。我们认为随着部分大额应收账款的解决, 未来公司应收账款水平将进一步下降。

未来营收: 货币政策转向与汇率波动利好公司

未来订单增长空间有限, 但货币政策转向将有利于订单落地。汇率波动利好公司: 当前钢铁水泥等高耗能高污染企业正处于全面推进去产能阶段, 部分区域与行业禁止新增产能。因此未来公司国内主要订单来源是产能搬迁与技改项目, 订单增长空间有限。但是目前国内财政政策以及货币政策转向使得未来国内项目资金到位情况将有所改善, 订单推进情况有望加速, 公司营收对应得到改善。当前人民币进一步贬值, 公司部分项目采用外币结算, 对公司来说, 外部汇率的波动将对公司现金流以及利润表带来正面的作用。

风险提示

在手订单推进受阻;

货币政策转向不及预期;

汇率波动;

新签订单不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	9,444	7,859	7,362	9,101	9,556
销售成本	7,746	6,827	6,232	7,723	8,067
经营费用	489	565	421	550	605
息税折旧前利润	724	284	787	900	950
折旧及摊销	14	41	32	32	32
经营利润(息税前利润)	710	243	756	868	918
净利息收入/(费用)	(39)	310	6	12	19
其他收益/(损失)	64	(222)	98	97	96
税前利润	671	553	762	880	937
所得税	158	135	188	214	229
少数股东权益	6	9	11	13	15
净利润	512	418	574	667	708
核心净利润	448	640	475	570	612
每股收益(人民币)	0.408	0.332	0.456	0.530	0.563
核心每股收益(人民币)	0.357	0.509	0.378	0.454	0.487
每股股息(人民币)	0.139	0.250	0.140	0.160	0.170
收入增长(%)	(3)	(17)	(6)	24	5
息税前利润增长(%)	10	(66)	212	15	6
息税折旧前利润增长(%)	10	(61)	177	14	6
每股收益增长(%)	0	(55)	37	16	6
核心每股收益增长(%)	2	(21)	(26)	20	7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	671	553	762	880	937
折旧与摊销	14	41	32	32	32
净利息费用	39	(310)	(6)	(12)	(19)
运营资本变动	1,552	(809)	4	148	(42)
税金	186	216	196	178	176
其他经营现金流	(757)	(505)	(466)	(472)	(485)
经营活动产生的现金流	(1,399)	803	513	458	683
购买固定资产净值	72	66	0	0	0
投资减少/增加	(184)	208	(90)	(90)	(90)
其他投资现金流	0	340	26	32	39
投资活动产生的现金流	113	66	116	122	129
净增权益	852	(60)	0	0	0
净增债务	129	(437)	0	0	0
支付股息	175	314	176	201	214
其他融资现金流	116	247	(20)	(20)	(20)
融资活动产生的现金流	922	(564)	(196)	(221)	(233)
现金变动	(327)	(40)	434	359	578
期初现金	1,952	1,347	1,529	1,962	2,321
公司自由现金流	(1,286)	869	629	580	812
权益自由现金流	(1,041)	679	610	560	792

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,347	1,529	1,962	2,321	2,899
应收帐款	8,014	6,827	6,385	7,731	8,041
库存	1,529	1,411	1,323	1,601	1,668
其他流动资产	1,507	1,581	1,513	1,513	1,513
流动资产总计	12,472	11,280	11,183	13,167	14,122
固定资产	227	264	239	214	189
无形资产	163	193	187	180	174
其他长期资产	813	1,811	1,813	1,815	1,818
长期资产总计	1,203	2,268	2,239	2,210	2,180
总资产	13,676	13,548	13,422	15,377	16,302
应付帐款	7,186	6,742	6,172	7,561	7,872
短期债务	752	299	299	299	299
其他流动负债	1,380	1,711	1,747	1,835	1,942
流动负债总计	9,318	8,753	8,219	9,696	10,114
长期借款	75	75	75	75	75
其他长期负债	2	34	34	33	31
股本	699	1,257	1,257	1,257	1,257
储备	3,582	3,429	3,837	4,316	4,825
股东权益	4,280	4,685	5,094	5,573	6,082
少数股东权益	81	88	100	113	127
总负债及权益	13,676	13,548	13,422	15,377	16,302
每股帐面价值(人民币)	3	4	4	4	5
每股有形资产(人民币)	10.44	10.28	10.19	11.75	12.49
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.41)	(0.89)	(1.24)	(1.52)	(1.98)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.7	3.6	10.7	9.9	9.9
息税前利润率(%)	7.5	3.1	10.3	9.5	9.6
税前利润率(%)	7.1	7.0	10.3	9.7	9.8
净利率(%)	5.5	5.4	7.9	7.5	7.6
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	18.4	0.9	132.4	75.7	50.2
净权益负债率(%)	(12.1)	(23.9)	(30.5)	(34.3)	(41.0)
速动比率(倍)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	13.5	16.5	12.0	10.3	9.7
核心业务市盈率(倍)	15.5	10.8	14.5	12.1	11.3
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	(5.4)	7.9	11.0	11.9	8.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	24.3	8.8	7.7	7.3
周转率					
存货周转天数	59.1	65.5	65.6	64.2	63.7
应收帐款周转天数	309.8	317.0	316.6	310.1	307.1
应付帐款周转天数	338.6	360.5	361.5	357.3	356.2
回报率					
股息支付率(%)	34.1	75.2	30.7	30.2	30.2
净资产收益率(%)	12.1	9.1	11.5	12.2	11.9
资产收益率(%)	3.8	3.2	4.4	4.4	4.4
已运用资本收益率(%)	19.0	7.1	23.0	25.3	27.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371