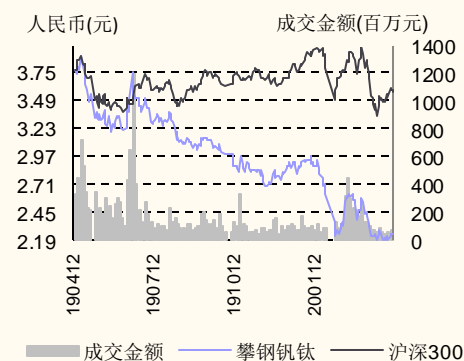


市场价格 (人民币): 2.25 元

目标价格 (人民币): 2.26 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	85.90
已上市流通 A 股(亿股)	47.67
总市值(亿元)	193.27
年内股价最高最低(元)	2.34/2.19
沪深 300 指数	3769
深证成指	10298



## 钒钛弹性品种，关注注入预期

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,161	13,159	10,417	10,742	10,964
营业收入增长率	60.68%	-13.21%	-20.84%	3.12%	2.07%
归母净利润(百万元)	3,090	1,419	814	825	830
归母净利润增长率	257.96%	-54.08%	-42.64%	1.39%	0.56%
摊薄每股收益(元)	0.360	0.165	0.095	0.096	0.097
每股经营性现金流净额	0.21	0.38	0.12	0.14	0.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.76%	15.20%	8.29%	8.00%	7.68%
P/E	8.34	17.67	23.53	23.21	23.08
P/B	3.48	2.69	1.95	1.86	1.77

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **钒价下跌致 19 年盈利下滑。**公司主要利润来源为钒制品，占比近 70%。由于过去几年钒价维持高位，部分终端用户考虑成本问题使用了钒的替代品，加之部分石煤提钒企业复产，19 年钒市场呈现供大于求的状态，同比降幅达到 43.5%。这也导致了 19 年公司营业收入同比下降 13.2%，同时，归母净利润 14.19 亿元，同比下降了 54.1%。
- **国内钒制品绝对龙头，资产注入预期强。**
  - ✓ 公司以钒、钛产品为战略重点发展业务。钒业务国内最大，上市公司具备钒产品产能（以 V2O5 计）2.2 万吨/年，集团产能（近 4 万吨）合计在国内市占率达到 40%，全球市占率为 12%，也是全球第一。而钛白粉产量在国内排名第三，仅次于龙蟒佰利和中核钛白。
  - ✓ 19 年公司拟以现金方式购买攀钢集团西昌钢钒有限公司钒制品分公司的整体经营性资产及负债，以解决与集团关联交易问题，方案未获股东大会通过，最终终止。根据公告，公司将继续推动与控股股东同业竞争问题的解决。
  - ✓ 钢产量稳定叠加螺纹新标准实施，钒需求有望保持平稳。同时，随着 19 年部分新产能的投放结束，钒行业 20-22 年供需开始趋于稳定，预计全年均价有望维持在 9-10 万元/吨左右。若未来钒价上涨，测算钒价每上涨 5000 元/吨能为公司带来 0.4 亿元的利润增量，弹性较大。
- **钛白粉业务稳定发展。**19 年公司产量 23.39 万吨，其中硫酸法钛白 21.83 万吨，氯化法钛白 1.56 万吨。预计 20 年钛白粉主要两大下游地产、汽车对应需求平稳，今明两年钛白粉价格整体维持稳定。

## 盈利预测&amp;投资建议

- 预计公司 20-22 年实现归母净利润分别为 8.10 亿元、8.13 亿元、8.14 亿元，同比增长-42.9%、0.3%、0.1%，对应 PE 分别为 23.6 倍、23.6 倍、23.5 倍。公司作为国内乃至世界钒制品规模最大的企业，受到钒价影响较大，股价趋势与钒价走势相关性较高，是受益钒价高弹性品种。目标价 2.26 元，首次覆盖给予公司“中性”评级。

## 风险

- 疫情对生产等影响超预期；螺纹加钒新标准执行力度继续不及预期。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
niwenyi@gzq.com.cn

## 内容目录

钒价下跌致 2019 年盈利下滑.....	3
国内钒制品绝对龙头，资产注入预期强.....	4
钒供给高度垄断，公司是受益钒价的高弹性品种.....	4
集团钒资产的注入预期.....	6
钛白粉产量国内第三，稳定发展.....	6
盈利预测&投资建议.....	8
风险提示.....	9

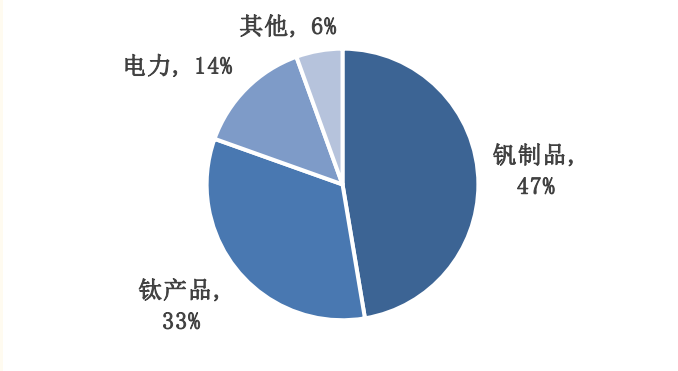
## 图表目录

图表 1：公司各业务 2019 年营收占比.....	3
图表 2：公司各业务 2019 年毛利占比.....	3
图表 3：公司利润统计.....	3
图表 4：钒价统计.....	3
图表 5：公司钒制品产量统计（万吨）.....	4
图表 6：公司股权结构.....	4
图表 7：钒的产品链.....	5
图表 8：钒的主要下游应用.....	5
图表 9：钢筋合金工艺代替钒需求测算.....	6
图表 10：公司钒产品利润弹性测算.....	6
图表 11：钛白粉产量（万吨）及毛利率.....	7
图表 12：地产竣工面积统计.....	8
图表 13：商用车销量累计同比（%）.....	8
图表 14：盈利预测.....	8
图表 15：同类型公司估值.....	9

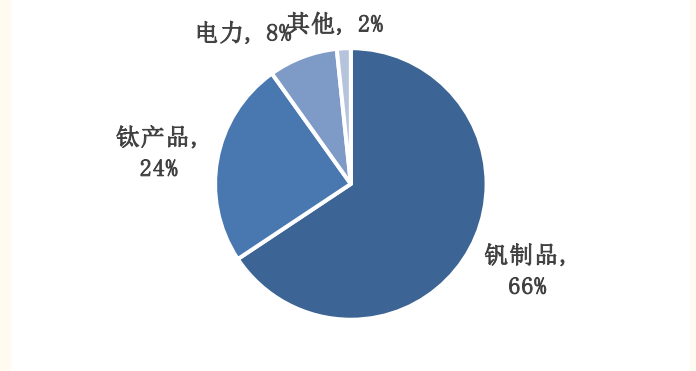
### 钒价下跌致 2019 年盈利下滑

- 根据公司发布的 2019 年年报，实现营业收入 131.59 亿元，同比下降 13.21%；实现归属于上市公司股东的净利润 14.19 亿元，同比下降 54.08%，营收及利润下滑主要由于钒产品市场价格的大幅下跌。
- ✓ 公司营收分布看，主要来自钒制品与钛白粉，其中钒制品产品占比近一半；从毛利分布看，主要利润来源为钒制品。

图表 1：公司各业务 2019 年营收占比



图表 2：公司各业务 2019 年毛利占比

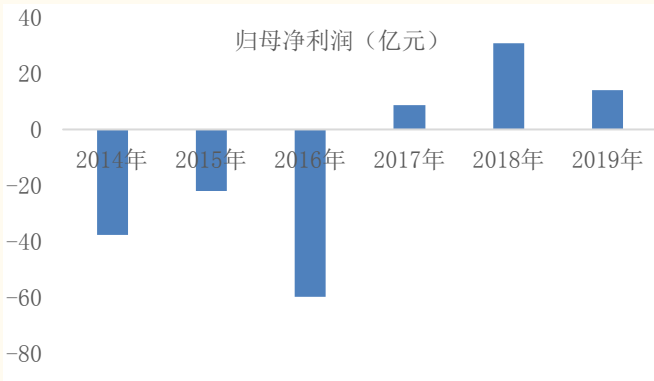


来源：wind、国金证券研究所

来源：wind、国金证券研究所

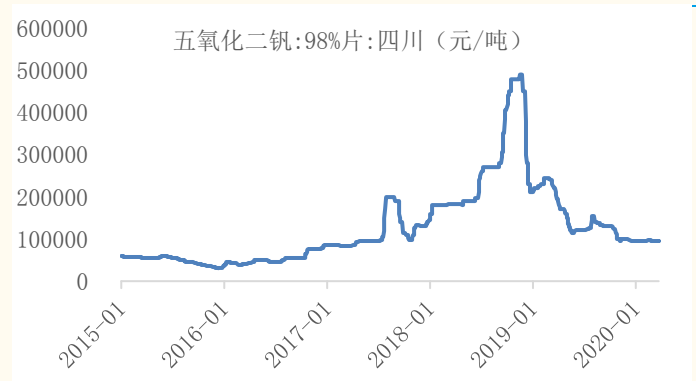
- ✓ 由于过去几年钒价维持高位，部分终端用户考虑成本问题使用了钒的替代品，加之部分石煤提钒企业复产，19 年钒市场呈现供大于求的状态，均价为 15 万元/吨左右，同比下降近 12 万元/吨，降幅达到 43.5%。

图表 3：公司利润统计



来源：wind、国金证券研究所

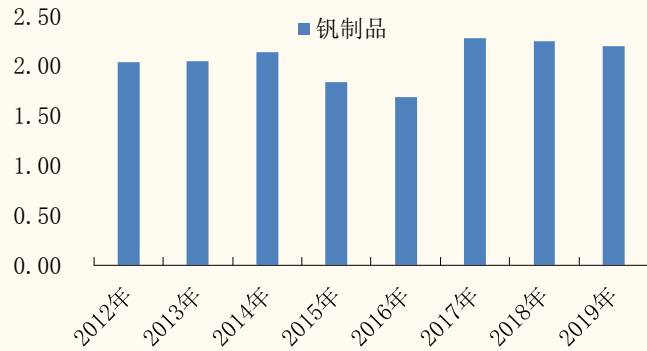
图表 4：钒价统计



来源：wind、国金证券研究所

- 2019 年公司累计完成钒制品（以 V2O5 计）2.20 万吨，同比减少 1.96%；钛白粉 23.39 万吨（其中含氯化法钛白粉 1.56 万吨），同比增长 2.43%；钛渣 18.74 万吨，同比减少 2.16%。整体产量维持稳定。

图表 5：公司钒制品产量统计（万吨）

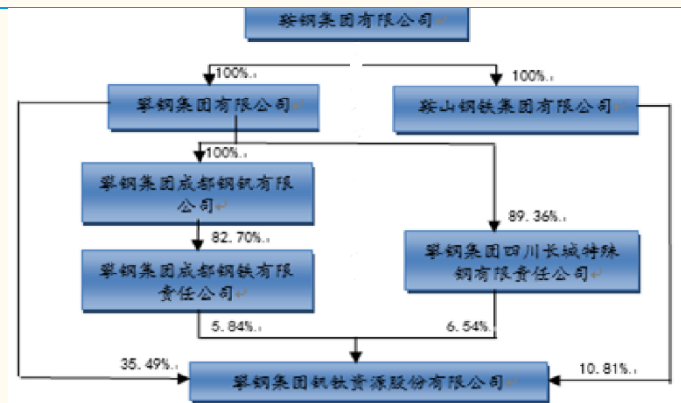


来源：公司公告、国金证券研究所

### 国内钒制品绝对龙头，资产注入预期强

- 公司以钒、钛产品为战略重点发展业务。公司目前专注于钒钛产品生产与销售、钒钛延伸产品的研发和应用。公司主营业务包括钒、钛、电三大板块，其中钒、钛板块是公司战略重点发展业务。
- ✓ 国有控股的中国钒钛产品核心资产：公司控股股东为攀钢集团有限公司，实际控制人为鞍钢集团公司即国务院国有资产委员会。

图表 6：公司股权结构



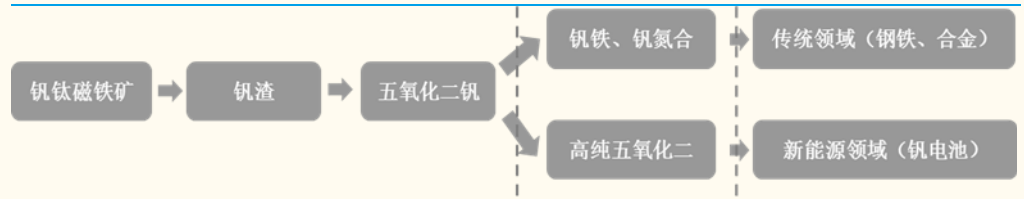
来源：公司官网、国金证券研究所

- 钒领域处于国内龙头地位。公司拥有五氧化二钒、三氧化二钒、中钒铁、高钒铁、钒氮合金、钒铝合金等系列钒产品，已成为中国最大和品种较全的钒制品生产企业。目前上市公司具备钒产品产能（以 V2O5 计）2.2 万吨/年，而考虑集团产能合计，在国内市占率达到 40%，全球市占率为 12%。

### 钒供给高度垄断，公司是受益钒价的高弹性品种

- 钒被称作“钢铁的工业味精”。钒的主要产品形式有：五氧化二钒、三氧化二钒、钒铁、氮化钒等。其中，五氧化二钒和三氧化二钒是实际生产中最主要的氧化钒，他们是制取诸如钒铁、氮化钒和碳化钒等后续钒制品的主要原料。钒产品多作为冶金业的副产品生产。

图表 7: 钒的产品链



来源：公司公告、国金证券研究所

- 世界范围内来看，钒在钢铁工业中的消耗量占其生产总量的 85%。
- ✓ 钒主要在炼钢中作为合金添加剂使用，还可作为有色合金的添加剂。在钢中加入 0.1%的钒，可提高钢的强度 10%至 20%，减轻钢结构重量 15%至 25%，可以显著提高钢的硬度、强度、耐磨度、延展性以及钢的切削性能，常用于碳素钢、低合金钢强度钢、高合金钢、工具钢和铸铁的生产。
- ✓ 我国钒产品也主要应用于钢铁行业，钢铁行业对钒的需求达到总需求的 85%，有色金属合金行业需求约占 10%。

图表 8: 钒的主要下游应用

主要应用	应用产品	主要用途	使用产品	需求占比
钢铁	碳素钢	钢筋	钒铁	25%
	低合金高强度钢	建筑、石油管道	钒铁	25%
	高合金钢	铸件、石油管配件	钒铁	20%
	工具钢	高速工具钢、耐磨件	钒铁-80	15%
有色金属合金	钛合金	喷气式发动机 飞行器	钒铝基合金	10%
电池等其他行业	化学制品	硫酸和顺丁烯二酸酐生产	V2O5 和其他钒化物	5%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 目前，国内钒制品相关总产能接近 9 万吨左右，钒的生产主要以攀钢和承钢为主，占到国内总量的近 70%。
- ✓ 全球钒主要的生产国家有中国、俄罗斯、南非、美国。其中，我国是钒产量最大的国家，也是钒储量第一的国家。
- ✓ 我国的钒生产分布和钒矿资源分布密切相关，从产能上来看，在我国的钒产量中，攀钢和承钢占总量的近 70%，而在污染较小的钒钛磁铁矿的提钒工艺中更是占到了 95%以上，在供给方占据了绝对的垄断优势。
- ✓ 具体而言，攀钢钒产品（以 V2O5 计）产能约为 2.2 万吨，集团产能近 4 万吨，位居全球第一；市占率方面，攀钢钒产品在国内市场份额占比 40%左右，位居第一，在国际市场占比 12%。承钢是国内另一个重要的钒钛生产基地，钒相关产品总产能可在 3 万吨左右。
- 钢产量稳定叠加螺纹新标准实施，钒需求有望保持平稳。
- ✓ 根据我们在钢铁行业 2020 年年度策略中的预测，预计 2020 年钢铁总需求仍维持 1-2%的小幅增长，且在当前新、老基建政策刺激下，短期需求大幅下降可能性不大，也意味着今、明两年钢产量仍将高位维持，对钒制品的需求形成支撑。
- ✓ 此外，质检新规促使企业工艺转型，也将提升钒需求。2018 年 2 月 6 日国家标准化管理委员会以 2018 年第 2 号公告批准发布《钢筋混凝土用钢 第 2 部分：热轧带肋钢筋》，该标准编号为 GB/T 1499.2-2018，将于 2018 年 11 月 1 日正式实施。这一质检方法标准执行后，强穿水

工艺势必被淘汰，只能通过增加合金量来提高钢筋性能，其控轧控冷技术也要做出改进，合金量尤其是硅锰、钒用量将提高。

- ✓ 根据我们的测算，按照钒在钢铁行业中 85% 的用量（假设其中 60% 用于钢筋生产），则钒在钢筋中的含量仅有 0.006%~0.008%，远低于高强钢筋中钒的理论含量。未来随着穿水工艺的淘汰，钒需求可增加超过 10%，而另一方面高强度钢筋占比也会提升，钒需求进一步增加。

图表 9：钢筋合金工艺代替钒需求测算

高强钢筋占比	V-合金钢占比	高强钢筋中钒平均含量	钢筋产品 V205 需求测算（万吨）	V205 需求增加
65%	85%	0.030%	5.73	13.72%
70%	85%	0.035%	5.71	13.41%
75%	85%	0.040%	6.92	26.86%
80%	85%	0.045%	8.22	41.31%
85%	85%	0.050%	9.60	56.72%

来源：国金钢铁测算、国金证券研究所

- 同时，随着 19 年部分新产能的投放结束，钒行业 20-22 年供需开始趋于稳定，以 20Q1 均价为基数，预计全年均价有望维持在 9-10 万元/吨左右。
- 钒价上涨对公司带来的利润弹性测算。测算钒价每上涨 5000 元/吨能为公司带来 0.4 亿元的利润增量，弹性较大。

图表 10：公司钒产品利润弹性测算

钒产品价格上涨（元/吨）	18 年价格上涨幅度（以 17 年为基数）	利润增量(亿元)	利润增加百分比
5000	3.42%	0.40	4.63%
10000	6.83%	0.80	9.26%
15000	10.25%	1.20	13.89%
20000	13.66%	1.60	18.52%
25000	17.08%	2.00	23.15%
30000	20.49%	2.40	27.78%

来源：国金钢铁测算、国金证券研究所

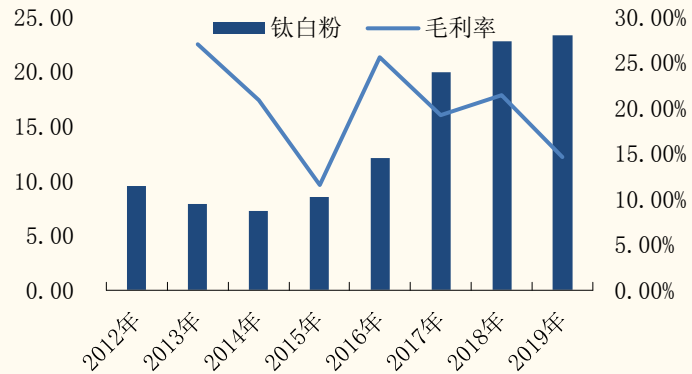
### 集团钒资产的注入预期

- 2019 年，公司拟以现金方式购买攀钢集团西昌钢钒有限公司钒制品分公司的整体经营性资产及负债，交易对价合计 62.6 亿元，目的为解决与集团关联交易问题。
- ✓ 根据大股东鞍钢集团 2016 年关于避免同业竞争的承诺，为解决西昌钢钒与攀钢钒钛潜在的同业竞争，计划在西昌钢钒的钒产品生产加工业务连续三年盈利、具备注入上市公司条件（包括但不限于产权清晰、资产合规完整、符合有关法律法规和监管规则等）一年内，以公允价格将西昌钢钒的钒产品生产加工业务注入攀钢钒钛。
- ✓ 西昌钢钒钒制品分公司年产量为 1.7 万吨，注入后，公司钒制品龙头地位将进一步巩固；此外，根据前期的重大资产购买交易报告书，19 年 1-6 月西昌钢钒钒制品业务净利润 8.5 亿元。
- 而在 2019 年 12 月，方案未获股东大会通过，最终终止。根据公告，公司将继续推动与控股股东同业竞争问题的解决。

### 钛白粉产量国内第三，稳定发展

- 钛白粉及原料钛渣生产位于国内第一梯队。公司钛白粉产量在国内排名第三，仅次于龙蟒佰利和中核钛白。目前公司具备硫酸法钛白粉 22 万吨/年、氯化法钛白粉 1.5 万吨/年，酸溶钛渣产能 20 万吨/年的生产能力。
- ✓ 2019 年产量 23.39 万吨，其中硫酸法钛白 21.83 万吨，氯化法钛白 1.56 万吨。

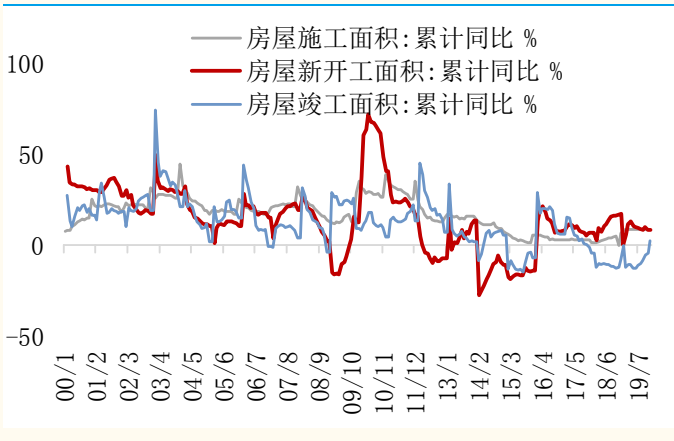
图表 11：钛白粉产量（万吨）及毛利率



来源：公司公告、国金证券研究所

- 根据国家化工行业生产力促进中心钛白分中心统计数据，近十年来国内需求一直处于上升趋势，2019 年国内钛白粉产能 384.5 万吨，产量 318 万吨，同比增加 23 万吨，增幅为 7.8%。国内硫酸法钛白粉产能集中度越来越高，2019 年 12 家大型生产企业（产能为 10 万吨以上的企业）合计产能为 280.5 万吨，占行业总产能 72.96%；10 家中型生产企业（产能为 5-8 万吨的企业）合计产能为 60 万吨，占行业总产能 15.6%；18 家小微生产企业产能占行业总产能 11.44%。
- 钛白粉最大下游为涂料，需求总体平稳。钛白粉主要应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨等工业，其中涂料应用占下游需求的 57%，为钛白粉的最大下游，对应终端需求为房地产、汽车等行业。
- ✓ 2019 年，我国房屋新开工面积同比增长 8.5%，房屋竣工面积同比增长 2.6%。根据房地产投资从新开工到建成竣工周期约为 2-3 年，本轮建设周期从 2016 年起恢复增长，2019 年开始逐步迎来竣工潮，房地产竣工面积的恢复增长有利于钛白粉需求增长。
- ✓ 汽车需求方面，2019 年，我国汽车累计产销量分别完成 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，同比分别下滑 7.5%和 8.2%，下降幅度进一步扩大。根据工信部部长表示，从 2019 年下半年开始，汽车产销量同比降幅在不断收窄；2020 年的汽车产销形势，大概率好于去年。虽然短期疫情导致了需求低迷，但考虑到近期各地出台的汽车消费刺激政策，预计今年的产销规模总体大概能够维持在 2500 万辆左右，同比持平上下，维持平稳。
- 预计今明两年钛白粉供需或将保持平衡，价格整体维持平稳。

图表 12: 地产竣工面积统计



来源: wind、国金证券研究所

图表 13: 商用车销量累计同比 (%)



来源: wind、国金证券研究所

### 盈利预测&投资建议

■ 我们针对公司主要的两个盈利来源做出以下假设:

- ✓ 钒制品。1) 产量方面, 过去两年公司产量基本达到满产状态, 考虑钒的下游主要是钢铁, 根据我们对 20-22 年钢产量的预测, 仍有望每年保持小幅增长, 因此, 钒制品产量将继续维持满产状态。此外, 集团的西昌钒钛为公司的托管单位, 其钒产品产量及销售均记入上市公司, 按市场化原则实行买断式销售。2) 价格方面, 随着 19 年部分新产能的投放结束, 钒行业 20-22 年供需开始趋于稳定, 以 20Q1 均价为基数, 预计全年均价 9.5 万元/吨左右 (由于过去几年钒价的大幅波动均来自供给端因素影响, 这里暂不考虑, 若未来突发事件带来供给收缩, 我们再做预测调整)。毛利率方面, 同样维持平稳, 与 19 年变化不大。
- ✓ 钛白粉。1) 产量方面, 近三年公司产量高位稳步攀升, 预计主要下游地产、汽车需求大幅下滑可能性不大, 钛白粉产量将继续维持满产状态。2) 价格方面, 20Q1 因库存低位, 价格小幅上涨, 以 Q1 均价为基数, 20-22 年价格维持小幅上涨态势, 预计年涨幅 0-5%。毛利率方面, 则维持平稳, 与 19 年变化不大。
- ✓ 基于以上, 20 年或将继续受到钒新增供给释放以及疫情影响, 营收、净利润将继续有望下滑, 21、22 年则趋于平稳。

图表 14: 盈利预测

		单位	2020 年	2021 年	2022 年
钒制品	总收入	亿元	104.17	107.42	109.64
	总成本	亿元	86.51	88.71	90.05
	毛利率		16.95%	17.41%	17.87%
	销量	万吨	3.9	4	4
	产能	万吨	4	4	4
	售价	万元/吨	9.5	9.5	9.5
	毛利率		25%	25%	25%
钛白粉	收入	亿元	37.05	38.00	38.00
	成本	亿元	27.79	28.20	27.97
	销量	万吨	23.4	23.5	23.5
	产能	万吨	23.5	23.5	23.5
	售价	万元/吨	1.8	1.9	2.0
	毛利率		14%	14%	14%
	收入	亿元	42.12	44.42	46.64

	成本	亿元	36.22	38.06	39.78
	毛利率		10%	10%	10%
其他	收入	亿元	25.00	25.00	25.00
	成本	亿元	22.50	22.45	22.30

来源：国金钢铁、国金证券研究所

- 预计公司 20-22 年公司实现营业收入分别为 104.17 亿元、107.42 亿元、109.64 亿元，同比增长-20.8%、3.1%、2.1%；实现归母净利润分别为 8.10 亿元、8.13 亿元、8.14 亿元，同比增长-42.9%、0.3%、0.1%，对应 PE 分别为 23.6 倍、23.6 倍、23.5 倍。
- 目前 A 股中与公司业务接近的公司较少，其中，钛白粉业务可比公司龙蟒佰利，铁合金可比公司包括河钢股份（上市公司包含承德钒钛）、鄂尔多斯（硅锰）等，钢铁上游铁矿石公司河钢资源、金岭矿业等。公司作为国内乃至世界钒制品规模最大的企业，也是上市公司中钒制品最纯的受益标的，有一定的稀缺性。其受到钒价影响最大，股价趋势与钒价走势相关性较高。给予 20 年 25 倍 PE，对应目标价 2.26 元。首次覆盖给予公司“中性”评级。

图表 15：同类型公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一 致预测均值)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002601	龙蟒佰利	15.30	1.52	1.88	2.23	10.05	8.15	6.86
000709	河钢股份	2.14	0.22	0.22	-	9.90	9.75	
600295	鄂尔多斯	7.49	1.05	1.06	-	7.15	7.05	
000923	河钢资源	11.85	0.92	1.00	-	12.87	11.87	
000655	金岭矿业	4.87	0.32	0.33	0.33	15.40	14.91	14.76
	中位数					10.05	9.75	10.81
	平均数					11.07	10.35	10.81
000629	攀钢钒钛	2.23	0.09	0.10	0.10	23.53	23.21	23.08

来源：wind、国金证券研究所

## 风险提示

- 疫情对生产等影响超预期。疫情对生产、物流以及下游需求带来不同程度影响，随着疫情的缓解，上述影响正在逐步消退。
- 螺纹加钒新标准执行力度继续不及预期。18 年 11 月 1 日起，螺纹钢执行新国家标准，按新规要求，需在螺纹生产过程中增加对含钒合金比例。但 19 年之间，该新规未得到严格执行，需求端并没有持续放量，也导致钒制品价格的下跌。若后续执行力度持续低于预期，则钒相关需求较难出现稳定持续增长。

**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)							
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>主营业务收入</b>	<b>9,436</b>	<b>15,161</b>	<b>13,159</b>	<b>10,417</b>	<b>10,742</b>	<b>10,964</b>	货币资金	1,261	2,205	4,354	4,822	5,198	5,653	
增长率		60.7%	-13.2%	-20.8%	3.1%	2.1%	应收账款	1,934	2,184	856	855	881	900	
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,761</b>	<b>-10,990</b>	<b>-10,558</b>	<b>-8,614</b>	<b>-8,795</b>	<b>-8,925</b>	存货	818	1,037	819	818	835	847	
%销售收入	82.3%	72.5%	80.2%	82.7%	81.9%	81.4%	其他流动资产	282	247	195	168	172	174	
<b>毛利</b>	<b>1,674</b>	<b>4,172</b>	<b>2,601</b>	<b>1,803</b>	<b>1,947</b>	<b>2,039</b>	流动资产	4,295	5,672	6,225	6,663	7,086	7,574	
%销售收入	17.7%	27.5%	19.8%	17.3%	18.1%	18.6%	%总资产	41.0%	47.8%	48.0%	51.4%	52.5%	53.8%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-66</b>	<b>-130</b>	<b>-96</b>	<b>-78</b>	<b>-78</b>	<b>-80</b>	长期投资	586	778	1,461	1,461	1,461	1,461	
%销售收入	0.7%	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	5,020	4,551	4,449	4,502	4,593	4,668	
<b>销售费用</b>	<b>-219</b>	<b>-295</b>	<b>-288</b>	<b>-229</b>	<b>-226</b>	<b>-230</b>	%总资产	47.9%	38.4%	34.3%	34.7%	34.0%	33.2%	
%销售收入	2.3%	1.9%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	无形资产	350	342	331	345	359	372	
<b>管理费用</b>	<b>-364</b>	<b>-188</b>	<b>-178</b>	<b>-141</b>	<b>-143</b>	<b>-145</b>	非流动资产	6,178	6,193	6,741	6,308	6,412	6,501	
%销售收入	3.9%	1.2%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	%总资产	59.0%	52.2%	52.0%	48.6%	47.5%	46.2%	
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-338</b>	<b>-464</b>	<b>-313</b>	<b>-322</b>	<b>-329</b>	<b>资产总计</b>	<b>10,473</b>	<b>11,866</b>	<b>12,966</b>	<b>12,970</b>	<b>13,498</b>	<b>14,075</b>	
%销售收入	0.0%	2.2%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	1,705	1,677	1,369	1,266	1,230	1,249	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,025</b>	<b>3,221</b>	<b>1,575</b>	<b>1,043</b>	<b>1,177</b>	<b>1,255</b>	应付款项	3,430	1,734	1,252	1,047	1,073	1,091	
%销售收入	10.9%	21.2%	12.0%	10.0%	11.0%	11.4%	其他流动负债	98	176	53	56	57	58	
<b>财务费用</b>	<b>-189</b>	<b>-133</b>	<b>-40</b>	<b>-57</b>	<b>-186</b>	<b>-258</b>	流动负债	5,234	3,586	2,675	2,369	2,360	2,398	
%销售收入	2.0%	0.9%	0.3%	0.5%	1.7%	2.4%	长期贷款	222	112	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>2</b>	<b>-218</b>	<b>-50</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	478	476	653	444	446	447	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	5,935	4,174	3,328	2,813	2,806	2,845	
<b>投资收益</b>	<b>60</b>	<b>87</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,302</b>	<b>7,400</b>	<b>9,337</b>	<b>9,817</b>	<b>10,312</b>	<b>10,810</b>	
%税前利润	6.0%	2.9%	2.2%	3.0%	2.9%	2.9%	其中：股本	8,590	8,590	8,590	8,590	8,590	8,590	
<b>营业利润</b>	<b>1,020</b>	<b>2,975</b>	<b>1,521</b>	<b>1,010</b>	<b>1,023</b>	<b>1,028</b>	未分配利润	-11,270	-8,180	-6,761	-6,272	-5,777	-5,279	
营业利润率	10.8%	19.6%	11.6%	9.7%	9.5%	9.4%	少数股东权益	236	292	301	341	381	421	
<b>营业外收支</b>	<b>-32</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,473</b>	<b>11,866</b>	<b>12,966</b>	<b>12,970</b>	<b>13,498</b>	<b>14,075</b>	
<b>税前利润</b>	<b>988</b>	<b>2,968</b>	<b>1,515</b>	<b>1,005</b>	<b>1,018</b>	<b>1,023</b>	<b>比率分析</b>		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润率	10.5%	19.6%	11.5%	9.6%	9.5%	9.3%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-68</b>	<b>195</b>	<b>-59</b>	<b>-151</b>	<b>-153</b>	<b>-154</b>	每股收益	0.101	0.360	0.165	0.095	0.096	0.097	
所得税率	6.9%	-6.6%	3.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	0.501	0.861	1.087	1.143	1.200	1.258	
<b>净利润</b>	<b>920</b>	<b>3,163</b>	<b>1,456</b>	<b>854</b>	<b>865</b>	<b>870</b>	每股经营现金净流	-0.044	0.207	0.382	0.123	0.136	0.139	
少数股东损益	57	73	37	40	40	40	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.038	0.038	0.039	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>863</b>	<b>3,090</b>	<b>1,419</b>	<b>814</b>	<b>825</b>	<b>830</b>	<b>回报率</b>							
净利率	9.1%	20.4%	10.8%	7.8%	7.7%	7.6%	净资产收益率	20.07%	41.76%	15.20%	8.29%	8.00%	7.68%	
							总资产收益率	8.24%	26.04%	10.94%	6.28%	6.11%	5.90%	
							投入资本收益率	14.75%	36.18%	13.54%	7.76%	8.39%	8.55%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-11.07%	60.68%	-13.21%	-20.84%	3.12%	2.07%	
							EBIT增长率	N/A	214.08%	-51.08%	-33.83%	12.94%	6.56%	
							净利润增长率	-114.42%	257.96%	-54.08%	-42.64%	1.39%	0.56%	
							总资产增长率	8.86%	13.29%	9.28%	0.03%	4.07%	4.27%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	7.5	5.0	4.7	4.0	4.0	4.0	
							存货周转天数	32.2	30.8	32.1	35.0	35.0	35.0	
							应付账款周转天数	43.8	25.0	20.7	20.0	20.0	20.0	
							固定资产周转天数	181.4	107.7	121.7	152.1	147.2	145.1	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	14.69%	-5.40%	-30.97%	-35.01%	-37.11%	-39.22%	
							EBIT利息保障倍数	5.4	24.2	39.2	18.4	6.3	4.9	
							资产负债率	56.66%	35.18%	25.67%	21.69%	20.79%	20.21%	

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	1	3
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.73</b>

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

**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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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 7GH